

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

السوق النقدية ودورها في تمويل الاقتصاد -دراسة مقارنة (الجزائر - تونس)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

إعداد الباحث :
بن عبيد فريد

إشراف:
أ.د. صالح مفتاح

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	موسى رحمانى
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	صالح مفتاح
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذة محاضرة -أ-	حدة رايس
ممتحنا	جامعة المسيلة	أستاذ التعليم العالي	عبد القادر نويبات
ممتحنا	جامعة المديّة	أستاذ محاضر -أ-	عبد القادر خليل
ممتحنا	جامعة البويرة	أستاذ التعليم العالي	احمد جميل

السنة الجامعية: 2013-2014

الملخص:

تشكل السوق النقدية خلية او عدة خلايا من مجموع واسع وهو سوق رؤوس الاموال ،وتنقسم هذه السوق الى قسمين هما سوق ما بين البنوك التي تسمح بتدخل البنوك والمؤسسات المالية وقسم سوق الاصول المالية القابلة للتداول والتي تتسع لكل العناصر الاقتصادية للحصول على التمويل اللازم من خلال اصدار اوراق مالية قابلة للتداول.

ويعمل السير الحسن للسوق النقدية على تحقيق هدف مزدوج تسعى اليه اقتصاديات الدول ويتمثل في توسيع الانتاج وتامين وضع نقدي سليم سواء في العلاقات الداخلية او في المبادلات مع الخارج.

وفي رحاب السوق النقدية تستطيع السلطات النقدية ممثلة في البنك المركزي القيام بتنظيم السيولة البنكية بما يتماشى مع اهداف السياسة النقدية ومن ثم المحافظة على التوازنات الكبرى للاقتصاد ،وذلك عن طريق مجموعة من الوسائل مثل:عمليات السوق المفتوحة ،نداءات العروض ،عمليات الامانة.....الخ.

وتتوقف صلاحية هذه السوق حتى تؤدي الدور المنوط بها على مدى نماءها لتوفير السيولة ،او ما تتصف به من تعدد وتنوع الاصول المالية القابلة للتداول ،وحجم ونوعية المؤسسات البنكية والمالية المتدخلة في السوق ومدى قدرة هذه المؤسسات على استعمال الادوات الحديثة في المعاملات وعلى توفير وسائل الدفع والتمويل بأقل تكلفة ممكنة لمختلف العناصر الاقتصادية.

وفي الجزائر يقتصر الدور التمويلي للسوق النقدية على اعادة تمويل الجهاز البنكي والخزينة العمومية ،ولذا فان افتراض ان السوق النقدية تعتبر سوق تمويلية لكل الاعوان الاقتصاديين ،وان كان صحيحا من الناحية النظرية فانه من الناحية التطبيقية يعوزه استبعاد معظم الوكلاء من السوق بسبب ضيق هذه السوق ،ويبقى الجهاز البنكي المصدر الرئيسي لعملية التمويل.

وبالمقارنة مع السوق النقدية في تونس فان هذه السوق تعتبر اوسع من السوق النقدية الجزائرية لتنوع المتدخلين في السوق خاصة الشركات المدرجة في البورصة والمؤسسات التي تتمتع بتصنيف ائتماني من وكالات التصنيف الدولية ،ومن ثم تنوع الاوراق المالية المصدرة في السوق من شهادات ايداع و اذون الخزينة وسندات الصندوق ،ومثل هذه الاوراق تساهم في تعبئة المدخرات المحلية وتوفير السيولة اللازمة في السوق.

إلا ان السوق النقدية التونسية لا تشكل المصدر الرئيسي لتمويل الاقتصاد ،حيث يبقى الجهاز البنكي والسوق المالية القناتين المسيطرتين على التمويل في تونس.

الكلمات المفتاحية: السوق النقدية ، سوق ما بين البنوك، البنك المركزي، سوق الاصول المالية
القابلة للتداول ، تمويل الاقتصاد .

Abstract:

The money market constitutes cell or several cells of the total large which is a market capital, and this market divided into two parts: The interbank market and the market of financial assets negotiable that can accommodate all elements of economic to obtain the necessary financing through the issuance of bonds for trading.

the effectiveness of money market works to achieve a double goal that the economies of countries seek to get it which considers expansion of production and securing safe cash position whether in Internal relations or with foreign exchangers.

In money market the monetary authorities represented by the central bank to regulate bank liquidity in line with the objectives of monetary policy in order to maintain the balances major economy through a variety of means such as open market operations, calls offers, ... etc.

The validity of this market to do its role, is based on the extent pursue their to provide liquidity, and what is characterized by its multiplicity and diversity of financial assets negotiable, and the size and quality of banking and financial institutions intervening in the market, and the ability of these institutions to the use of modern tools in the transaction and to provide the means payment and finance with lowest possible cost to the various elements of the economic .

In Algeria the role of monetary market financing is limited in refinancing the banking system and the public treasury , so assuming that the market money is a market financing for economists workers , if it was true from the theoretical side In practice, it lacks the exclusion of most of the agents from the market

because of the narrowness of the market, the banking system remains the main source of the financing process. Compared with the cash market in Tunisia, this is a broader market than the cash market Algerian diversity of actors in the market, especially listed companies and institutions that have fiduciary classification of international rating agencies, and there is a diversity of securities issued in the market of certificates of deposit and Treasury bills and bonds fund, and such papers contribute to the mobilization of domestic savings and provide the necessary liquidity in the market. But the Tunisian monetary market does not pose the main source of financing of the economy, where the device remains the banking market and financial market channels in Tunisia.

Key words: Money market, Interbank market, Central bank, market of financial assets negotiable, The financing of economics, Algeria, Tunisia.

Résumé:

Le marché monétaire constitue une partie importante du marché des capitaux. Il se partage entre *le marché interbancaire* réservé aux banques et aux institutions financières, et *le marché des actifs financiers négociables* ouvert à toutes les composantes économiques voulant s'octroyer les financements nécessaires à travers l'émission des titres financiers négociables. Le bon fonctionnement du marché monétaire vise un double objectif voulu par toutes les économies. D'une part, l'élargissement de la production et d'autre part, la garantie d'une position monétaire forte qu'il s'agit à l'intérieur du pays ou dans ses relations avec l'extérieur.

Cependant, à travers l'intervention de la banque centrale en tant qu'autorité publique, la régulation du marché monétaire s'inscrit dans une politique visant à assurer une bonne gestion de la liquidité financière et une garantie des grands équilibres de l'économie. Ceci est possible grâce au recours à des méthodes comme les opérations du marché ouvert, les appels d'offre,.....etc. En effet, la conformité de ce marché est fonction d'un ensemble de facteurs : *le degré de son développement, la diversité des titres et actifs financiers négociables, la taille et la nature des établissements bancaires et financiers ainsi que leur capacité à utiliser les nouveaux instruments financiers. Le but est bien évidemment d'offrir des moyens de paiement et de financement moins coûteux et au profit de tous les agents économiques.*

En Algérie, le financement par le marché monétaire se limite dans le refinancement du système bancaire et de la trésorerie publique. De ce fait, même s'il est vrai théoriquement qu'un marché monétaire est un marché de financement pour tous les agents économiques, sur le plan pratique et à cause de son étroitesse, il souffre de la faible participation de ses agents actifs. Par conséquent, le système bancaire algérien demeure toujours la principale source de financement.

En comparaison avec le marché monétaire en Tunisie, ce dernier s'avère plus large que celui de l'Algérie en raison de la diversité des intervenants notamment les sociétés cotées en bourse et les entreprises se réjouissant d'un bon classement fiduciaire par les agences internationales de notation. Ce fait engendre une diversité des titres financiers émis sur le marché tels que les bons de trésorerie et de dépôt, les obligations,...etc. qui contribuent à l'attraction de l'épargne local et l'assurance des liquidités nécessaires sur le marché. Néanmoins, le marché monétaire tunisien ne constitue pas non plus la principale source du financement de l'économie. Le système bancaire et le marché financier demeurent également les deux canaux dominant le financement en Tunisie.

Mots clés. Marché monétaire, Financement de l'économie, Algérie, Tunisie.

فهرس المحتويات

I	الاهداء
II	كلمة شكر وتقدير
III	ملخص باللغة العربية
V	ملخص باللغة الانجليزية
VII	ملخص باللغة الفرنسية
IX	فهرس المحتويات
XX	قائمة الجداول
XXIII	قائمة الاشكال
XXIV	قائمة الملاحق
	المقدمة العامة [أ-ح]
ج	تحديد الاشكالية
ج	فرضيات البحث
د	اهداف البحث
د	اهمية البحث
د	موقع البحث من الدراسات السابقة
و	المنهج والادوات المستخدمة في البحث
ز	تحديد اطار البحث
ح	خطة وهيكل البحث
	الفصل الاول: الإطار النظري للسوق النقدية [1-64]
02	تمهيد
03	المبحث الاول: ماهية السوق النقدية
03	المطلب الأول: تعريف السوق النقدية والتميز بينها وبين السوق المالية
03	الفرع الاول: تعريف السوق النقدية
04	الفرع الثاني: التميز بين السوق النقدية والسوق المالية.
05	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية
05	الفرع الاول: الأوراق التجارية
10	الفرع الثاني: القبولات المصرفية
11	الفرع الثالث: السندات العامة

11	المطلب الثالث: تنظيم السوق النقدية
12	الفرع الاول: الأفراد والمؤسسات
13	الفرع الثاني: الجهاز النقدي والمالي
18	المبحث الثاني: خصائص السوق النقدية
18	المطلب الأول: أهداف المستثمرين في السوق النقدية
20	المطلب الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار
20	الفرع الاول: خطر الفائدة.
20	الفرع الثاني: مخاطر إعادة الاستثمار
20	الفرع الثالث: مخاطر عدم السداد
21	الفرع الرابع: مخاطر التضخم (خطر القدرة الشرائية)
21	الفرع الخامس: مخاطر العملة (خطر سعر الصرف)
21	المطلب الثالث: مزايا السوق النقدية
22	المبحث الثالث: أقسام السوق النقدية
23	المطلب الأول: سوق ما بين البنوك
23	الفرع الاول: تنظيم وإدارة سوق ما بين البنوك
26	الفرع الثاني: العمليات البنينة ومعدلات الفائدة
38	الفرع الثالث: تدخلات البنك المركزي في السوق
42	المطلب الثاني: سوق الأصول المالية القابلة للتداول
43	الفرع الأول : الأصول المالية القابلة للتداول.
64	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني : أهمية السوق النقدية في تمويل الإقتصاد [65-122]	
66	تمهيد
67	المبحث الأول : طرق تمويل النشاط الاقتصادي
67	المطلب الأول: التمويل المباشر
67	الفرع الاول: طبيعة ودور التمويل المباشر
70	الفرع الثاني: دائرة التمويل المباشر
72	الفرع الثالث: مزايا الأسواق المالية في التمويل المباشر
74	المطلب الثاني: التمويل غير المباشر
74	الفرع الاول : المفهوم

75	الفرع الثاني: طبيعة وكيفيات الوساطة المالية
80	الفرع الثالث: مزايا الوساطة المالية وفعاليتها.
84	المطلب الثالث: التفرقة بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية
84	الفرع الاول: طريقة تمويل الاقتصاد
86	الفرع الثاني: تحديد سعر الفائدة
89	الفرع الثالث: السببية بين الكتلة النقدية والقاعدة النقدية
90	المطلب الرابع: خصائص نموذجي اقتصاد الأسواق المالية واقتصاد المديونية
90	الفرع الاول: خصائص نموذج اقتصاد الأسواق المالية
92	الفرع الثاني: خصائص نموذج اقتصاد الاستدانة (المديونية)
93	المبحث الثاني : الدور التمويلي للسوق النقدية
93	المطلب الأول: دور السوق النقدية في تمويل البنوك التجارية
94	الفرع الاول: سوق ما بين البنوك
95	الفرع الثاني : إصدار شهادات الإيداع
95	الفرع الثالث: تقنيات إعادة الشراء
96	الفرع الرابع: توريق القروض البنكية
98	المطلب الثاني: دور السوق النقدية في تمويل الخزينة العمومية
100	المطلب الثالث: دور السوق النقدية في تمويل المؤسسات الاقتصادية والأفراد
100	الفرع الاول: الحاجة للسوق النقدية
101	الفرع الثاني: أهمية سندات الصندوق
102	الفرع الثالث: أهمية السوق النقدية للأفراد
103	المطلب الرابع: عمق وسعة السوق النقدية
104	المطلب الخامس: صلاحية السوق النقدية
106	المبحث الثالث : أدوات السياسة النقدية المستعملة في السوق النقدية.
106	المطلب الأول: السياسة النقدية وقرارات البنك المركزي
106	الفرع الاول: مفهوم السياسة النقدية
107	الفرع الثاني: قرارات البنك المركزي
108	المطلب الثاني: أدوات البنك المركزي المطبقة في السوق النقدية
108	الفرع الاول: التدخل في السوق النقدية.
115	الفرع الثاني: إعادة التمويل والاحتياطي الإجباري
122	خلاصة الفصل الثاني

الفصل الثالث: نشأة وتنظيم السوق النقدية الجزائرية. [123-191]	
124	تمهيد
125	المبحث الأول: نشأة السوق النقدية الجزائرية
125	المطلب الأول : نشأة السوق
126	المطلب الثاني: الإطار القانوني للسوق النقدية الجزائرية
127	المطلب الثالث: المتدخلون المقبولون في السوق النقدية
129	المبحث الثاني: تنظيم السوق النقدية في الجزائر
130	المطلب الأول: سوق ما بين البنوك
130	الفرع الاول : جدولة أنشطة التعامل في سوق ما بين البنوك الجزائرية
133	الفرع الثاني: المشاركون في سوق ما بين البنوك
135	الفرع الثالث: أنواع التبادلات في سوق ما بين البنوك الجزائري
137	الفرع الرابع: أسعار الفائدة السائدة في سوق ما بين البنوك الجزائرية
137	المطلب الثاني: سوق بنك الجزائر
138	الفرع الاول: دواعي تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية.
140	الفرع الثاني: طرق تنظيم بنك الجزائر للسيولة البنكية
170	المبحث الثالث: إعادة التمويل وتقييم السوق النقدية الجزائرية.
171	المطلب الأول: إعادة التمويل والسوق النقدية
171	الفرع الاول: أثر عمليات الزبائن على خزينة البنك
171	الفرع الثاني: تسربات خارج الدائرة المصرفية
172	الفرع الثالث: الاحتياطي الإجباري لدى حساب بنك الجزائر
174	الفرع الرابع: تسوية إحتياجات السيولة بالاحتياطيات النقدية
175	المطلب الثاني: عمليات إعادة التمويل خارج السوق النقدية وتقييم السوق
175	الفرع الاول: أداة إعادة الخصم
183	الفرع الثاني: التسبيقات في الحساب الجاري
185	الفرع الثالث: تقييم السوق النقدية الجزائرية
191	خلاصة الفصل الثالث
الفصل الرابع : تطور السوق النقدية الجزائرية ودورها التمويلي [192-263]	
193	تمهيد

194	المبحث الأول: تطور السوق النقدية ودورها التمويلي من 1962 إلى 1998
194	المطلب الأول: السوق النقدية في الجزائر من 1962 إلى 1988
194	الفرع الأول: السوق النقدية من 1962 إلى 1970
195	الفرع الثاني: السوق النقدية في الجزائر من 1970 إلى 1988
197	المطلب الثاني: تطور السوق النقدية من 1989 إلى 1998
197	الفرع الأول: السوق النقدية في الجزائر من 1989 إلى 1994
201	الفرع الثاني: السوق النقدية من 1994 إلى 1998
208	المبحث الثاني: تطور السوق النقدية ودورها التمويلي من 1999 إلى 2004
208	المطلب الأول: السوق النقدية من 1999 إلى 2001
208	الفرع الأول : الاتجاه العام للسوق خلال الفترة (1999 – 2001)
212	الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة : 1999 إلى 2001
214	المطلب الثاني: تطور السوق النقدية من 2002 إلى 2004.
214	الفرع الأول: الإتجاه العام للسوق من 2002 إلى 2004.
219	الفرع الثاني: تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية (تعديل حالة الفائض) 2004-2002
223	المبحث الثالث: تطور السوق النقدية ودورها التمويلي من سنة 2005 إلى سنة 2011
224	المطلب الأول: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2005
224	الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2005
225	الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2005
226	الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية في السوق خلال سنة 2005
228	المطلب الثاني: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2006
228	الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2006
230	الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2006
232	الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر في السوق لتنظيم السيولة البنكية خلال سنة 2006
234	المطلب الثالث: دراسة لوضعية السوق النقدية خلا سنة 2007
234	الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2007
235	الفرع الثاني سوق قيم الخزينة لسنة 2007
237	الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر في السوق لتنظيم السيولة خلال سنة 2007
241	المطلب الرابع: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2008

241	الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2008
242	الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2008
243	الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر في السوق لتنظيم السيولة البنكية خلال سنة 2008
246	المطلب الخامس: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2009
246	الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2009
247	الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2009
249	الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية في السوق خلال سنة 2009
252	المطلب السادس: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2010
252	الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2010
253	الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2010
254	الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية في السوق خلال سنة 2010
256	المطلب السابع: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2011
256	الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2011
257	الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2011
258	الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية في السوق خلال سنة 2011
261	خلاصة الفصل الرابع
الفصل الخامس : السوق النقدية التونسية وتنظيمها [264-305]	
265	تمهيد
266	المبحث الأول: النشأة والإطار القانوني للسوق
266	المطلب الأول: نشأة السوق النقدية التونسية
267	المطلب الثاني: الإطار القانوني للسوق
268	المبحث الثاني: تنظيم السوق النقدية التونسية
268	المطلب الأول: أقسام السوق النقدية التونسية
268	الفرع الأول: سوق ما بين البنوك
274	الفرع الثاني: سوق الأصول المالية القابلة للتداول
283	المطلب الثاني: المتدخلون في السوق النقدية التونسية
283	الفرع الأول: البنك المركزي التونسي

283	الفرع الثاني: البنوك العادية
284	الفرع الثالث: الخزينة العمومية
285	الفرع الرابع: المؤسسات المالية غير البنكية والمؤسسات غير المالية
287	الفرع الخامس: مؤسسات القرض
287	المطلب الثالث: تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية
294	المبحث الثالث: قيم الخزينة العمومية والسوق النقدية التونسية
294	المطلب الأول: تمويل عجز الموازنة
294	الفرع الأول: الإقتراض من الخارج
295	الفرع الثاني: الإقتراض الداخلي
297	المطلب الثاني: علاقة الخزينة العمومية بالسوق النقدية
297	الفرع الأول: سوق رقاع الخزينة
301	الفرع الثاني: كراس شروط المختصين في رقاع الخزينة
305	خلاصة الفصل الخامس
الفصل السادس: تطور السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي [381-306]	
307	تمهيد
308	المبحث الأول: السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي قبل سنة 1987
308	المطلب الأول: السوق النقدية التونسية ما قبل 1963
308	المطلب الثاني: السوق النقدية التونسية خلال الفترة من 1963 إلى 1974
310	المطلب الثالث: السوق النقدية التونسية من 1974 إلى 1986
310	الفرع الأول: السوق النقدية التونسية في سنة 1974
311	الفرع الثاني: السوق النقدية التونسية في سنة 1975
312	الفرع الثالث: السوق النقدية التونسية في سنة 1982
312	الفرع الرابع: السوق النقدية في سنة 1985
313	المبحث الثاني : السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي من 1986 إلى 2000
313	المطلب الأول: السوق النقدية التونسية خلال فترة الإصلاحات 1986 إلى 1999
313	الفرع الأول: السوق النقدية التونسية في سنة 1987
315	الفرع الثاني: تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق
318	الفرع الثالث: أدوات التداول في السوق
321	الفرع الرابع: توسيع السوق النقدية بمتدخلين جدد
322	المطلب الثاني: دراسة لوضعية السوق النقدية التونسية خلال سنة 2000

322	الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2000
323	الفرع الثاني: عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2000
323	الفرع الثالث: تدخلات البنك المركزي التونسي وتقييمها في السوق سنة 2000.
324	المبحث الثالث: السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي من سنة 2001-2011
324	المطلب الأول: اتجاه السوق النقدية التونسية (2001-2002)
324	الفرع الأول : السوق النقدية سنة 2001
327	الفرع الثاني : السوق النقدية التونسية سنة 2002
332	المطلب الثاني: اتجاه السوق النقدية التونسية (2003-2005)
332	الفرع الأول: السوق النقدية التونسية سنة 2003
336	الفرع الثاني : السوق النقدية التونسية سنة 2004
341	الفرع الثالث: السوق النقدية التونسية سنة 2005
348	المطلب الثالث: اتجاه السوق النقدية التونسية (2006-2008).
348	الفرع الأول: السوق النقدية التونسية سنة 2006
354	الفرع الثاني: السوق النقدية التونسية سنة 2007
357	الفرع الثالث: السوق النقدية التونسية سنة 2008
359	المطلب الرابع: اتجاه السوق النقدية التونسية (2009-2011)
359	الفرع الأول: السوق النقدية التونسية سنة 2009
368	الفرع الثاني: السوق النقدية التونسية سنة 2010
375	الفرع الثالث: السوق النقدية التونسية سنة 2011
380	خلاصة الفصل السادس
	الفصل السابع: دراسة مقارنة بين السوق النقدية في الجزائر وتونس [382-437]
383	تمهيد
384	المبحث الأول: تحليل مقارنة السوق النقدية في اقتصاد الجزائر وتونس
384	المطلب الأول: تدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية
384	الفرع الأول: مصادر فائض السيولة (الجزائر ،تونس)
401	الفرع الثاني: أدوات التدخل لمؤسسة الإصدار
411	المطلب الثاني: التنظيم الجديد للسوق ودورها التمويلي
411	الفرع الأول: التنظيم الجديد للسوق النقدية

415	الفرع الثاني: مكانة السوق النقدية في التمويل
425	المبحث الثاني : النهوض بالسوق النقدية الجزائرية
426	المطلب الاول: تدعيم وتوسيع السوق النقدية الجزائرية
426	الفرع الاول: تحسين مصرفية الاقتصاد وتعبئة الموارد
427	الفرع الثاني: إصدار أوراق مالية جديدة قابلة للتداول
429	الفرع الثالث: تفعيل نظام الدفع
433	المطلب الثاني: تدعيم دور البنوك بالبنى التحتية المالية الناقصة
433	الفرع الاول: رأس مال الإستثمار
434	الفرع الثاني : القرض الإيجاري
434	الفرع الثالث: صناديق الاستثمارات
434	الفرع الرابع : تمويل المشروع
435	الفرع الخامس: صناديق الضمان
435	المطلب الثالث: تشجيع الأعوان الاقتصاديين على فتح حسابات بنكية
436	خلاصة الفصل السابع
الخاتمة العامة [438-447]	
439	خلاصة الدراسة
439	نتائج اختبار الفرضيات
440	نتائج الدراسة
446	المقترحات والتوصيات
447	افاق البحث
قائمة المراجع [-]	
الملاحق [-]	

فهرس الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
1	مزايا صفقات البيع وإعادة الشراء .	30
2	المعدلات الوسطية المرجحة اليومية لـ EONIA خلال شهر جانفي 2010	35
3	معدلات المتوسط الشهري لحساب المعدل المتوسط السنوي TAM	36
4	عروض المناقصة والمعدلات المقترحة من قبل البنوك.	39
5	معدلات الفائدة المقترحة على العروض	50
6	أهم الأساليب المستعملة في السوق لإعادة تمويل البنوك التجارية في السوق النقدية	93
7	عمليات السوق المفتوحة في النظام الأوروبي	111
8	تنوع المؤسسات المقبولة في سوق ما بين البنوك الجزائرية بعد 1991	128
9	المتدخلون في السوق النقدية الجزائرية من 1989 حتى سنة 1995	129
10	العروض المرسلة من طرف البنوك	144
11	ترتيب وتسجيل العروض	144
12	نتيجة المزايدة	145
13	مبالغ عملية السوق المفتوحة الموزعة على العارضين وأسعار الفائدة المقترحة.	149
14	العارض (أ).	157
15	العارض (ب).	157
	العارض (ج)	157
16	العارض (د).	158
17	العارض (هـ).	158
18	ترتيب وتسجيل العروض.	158
19	تسعير قيم الخزينة في السوق الثانوية لقيم الخزينة.	163
20	العروض المقدمة من البنوك التجارية.	168

169	توزيع المبالغ على البنوك	21
176	أدنى سقف للقروض لطلب إعادة الخصم في الجزائر	22
178	مساهمات بنك الجزائر في البنوك في 2005/06/28.	23
181	تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر.	24
182	مبالغ إعادة التمويل لدى بنك الجزائر خلال سنة 1998	25
185	تطور معدل التسبيقات في الحساب الجاري	26
202	تطور الكتلة النقدية M2 والناتج الداخلي الخام .	27
205	تطور سوق مابين البنوك وسوق البنك المركزي 1998-1994 .	28
206	تطور أسعار الفائدة في السوق النقدية % من 1994 إلى 1998.	29
207	تطور معدلات التضخم (ب%) من 1993 إلى 1998.	30
207	تطور عمليات مناقصة قيم الخزينة (94-98)	31
209	تطور حجم الصفقات في السوق النقدية.	32
210	تطور أسعار الفائدة في السوق النقدية (1999-2000).	33
210	تطور معدلات التضخم وإعادة الخصم (1999-2000).	34
211	تطور معدلات الفائدة البنكية (1999-2000).	35
212	تطور عمليات مناقصة أذون الخزينة (1999-2001).	36
214	مؤشرات السوق النقدية (2002 - 2004).	37
216	تطور عمليات مناقصة قيم الخزينة 2004-2002 .	38
218	تطور معدل التضخم 2004-2001	39

218	تطورات الدين العام الداخلي (2002 . 2004).	40
218	تطور النفقات الجارية (2002 - 2004).	41
219	بعض مؤشرات السوق النقدية خلال سنة 2002.	42
221	بعض مؤشرات السوق النقدية خلال 2003.	43
227	أ مؤشرات تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة نهاية الشهر سنة 2005 .	44
228	وضعية سوق ما بين البنوك في نهاية جانفي وفيفري 2006	45
229	معدلات الفائدة المتوسطة المرجحة في سوق ما بين البنوك لشهري جانفي وفيفري 2006	46
271	المشاركون في سوق ما بين البنوك التونسية.	47
278	مبالغ أوراق الخزينة.	48
294	تطور مبلغ الإقتراضات الخارجية في تونس لتمويل عجز الموازنة.	49
296	تطور حجم الاكتتاب في سندات التجهيز من قبل بنوك الإيداع.	51
296	تمويل عجز الموازنة بالإدخار (مساهمة بعض الجهات).	52
299	تعريف وخاصيات رقاع الخزينة	53
309	تباين عوامل السيولة البنكية (70-74).	54
313	تطور ودائع التونسيين المقيمين بالخارج (85-87).	55
316	تطور مبلغ تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية.	56
317	تطور معدلات فائدة لتدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية (86-93).	57
318	تطور معدلات الفائدة الدائنة والمدينة (88-93).	58
319	تطور مبالغ شهادات الإيداع (88-93)	
320	تطور مبالغ أوراق الخزينة (سندات الصندوق) 1988-1993	59

321	تطور مبالغ رقاع الخزينة 1988- 1993	60
323	تطور عوامل السيولة البنكية سنة 2000	61
325	تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2001.	62
326	تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق خلال سنة 2001	63
328	تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2002.	64
330	تدخلات مؤسسة الإصدار في السوق خلال سنة 2002	65
330	تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2003	66
335	تدخلات مؤسسة الإصدار في السوق خلال سنة 2003	67
338	تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2004	68
339	تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2004	69
342	تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2005	70
345	تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2005	71
351	تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2006	72
355	تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2007	73
355	تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2007	74
357	معدلات الفائدة على تدخلات مؤسسة الإصدار خلال سنة 2007	75
358	تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2008	76

359	تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية خلال سنة 2008	77
361	تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2009.	78
365	تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية خلال سنة 2009	79
367	معدلات الفائدة المطبقة على تدخلات معهد الإصدار خلال سنة 2009	80
369	تطور عوامل السيولة البنكية خلال 2010	81
373	تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2010	82
377	عوامل السيولة البنكية خلال 2011	83
378	تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2011	84
385	تطور نمو الودائع البنكية (2001 - 2011)	85
387	تطور الحقوق البنكية على مستوى الخزينة العمومية 2001-2011	86
388	تطور خزينة البنوك (خارج صندوق الإدخار) خلال سنة 2002	87
389	تطور خزينة البنوك من ديسمبر 2002 إلى ديسمبر 2003	88
391	تطور خزينة البنوك خلال سنة 2005	89
393	تطور حجم القروض الممنوحة للاقتصاد 2001-2011.	90
395	تطور المكونة النقدية M3	91
396	توزيع حسب قطاع النشاط للتدفقات الحاصلة من الاستثمار الأجنبي	92
398	تطور المقايض السياحية بالعملة الأجنبية في تونس 2000-2011	93
407	إعادة الخصم خارج الحصص 1977-1987	94
415	مساهمات البنك المركزي الجزائري (1970-1987)	95

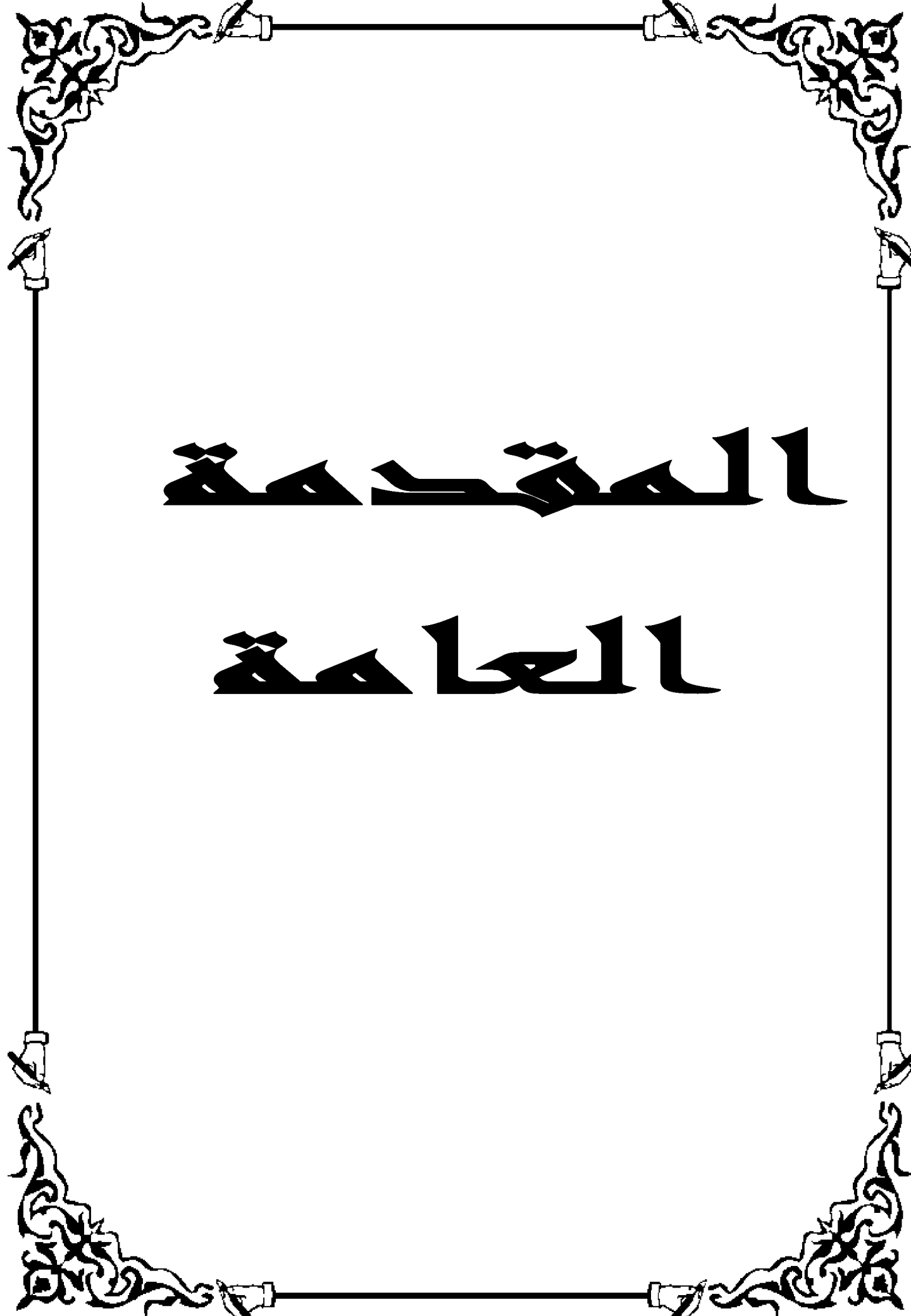
417	التطور النسبي لأقسام إعادة تمويل البنوك (1987-1998)	96
418	مساهمات البنك المركزي في تمويل الخزينة العمومية 1989-1998	97
419	مساهمات السوق النقدية الجزائرية مقارنة بمساهمات الجهاز البنكي في تمويل الإقتصاد (2002-2011)	98
419	مساهمة سوق قيم الخزينة في تمويل الخزينة بالمقارنة مع مساهمات بنك الجزائر 2002-2008	99
420	تطور إعادة تمويل البنوك (1976-1987)	100
421	أهمية الأوراق المالية المتداولة في السوق في عملية التمويل 1988-2011	101
422	موارد الاقتراض الداخلية 2008 - 2011	102
424	السوق النقدية ضمن إطار تطور التداين الكلي التونسي.	103

فهرس الأشكال:

الرقم	العنوان	الصفحة
1	تشكل معدلات الفائدة لأجل قصير (24 سا) في السوق البنكية.	41
2	دائرة التمويل المباشر.	70
3	دائرة التمويل غير المباشر (الوساطة المالية).	75
4	الوساطة المالية غير النقدية.	76
5	تطور معدلات الوساطة المالية (بين 1970 و 1982 بـ%) في فرنسا.	84
6	تطور معدلات الوساطة المالية من 1994 إلى جوان 2008 في فرنسا.	85
7	نموذج اقتصاد الأسواق المالية.	91
8	نموذج اقتصاد المديونية.	92
9	توريق المستحقات التجارية.	96

فهرس الملاحق:

الرقم	العنوان	الصفحة
1	الرسملة السوقية لبعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 2011-1999	465
2	الشركات المدرجة في بعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 2011-1999	466
3	قيمة ومعدل التداول في بعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 2011-1999	467
4	معدل الدوران في بعض البورصات الناشئة والمتقدمة في الفترة 2011-1999	468
5	البيانات المستخدمة في التحليل القياسي	469
6	نتائج تقدير اثر كل المتغيرات المستقلة على سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة (2011-1997)	470
7	نتائج تقدير اثرشروط التبادل التجاري والاستثمارات الاجنبية في المحفظة المالية على سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة (2011-1997)	471



المقدمة

العامية

المقدمة العامة:

يحتاج نمو النشاط الاقتصادي إلى توفر وسائل الدفع الضرورية لذلك تقوم المؤسسات المصرفية بالتأثير بصفة مباشرة في النشاط الاقتصادي، لكونها تقوم بخلق وسائل الدفع، وتجميع المدخرات في شكل ودائع ومحقة للاستثمارات من خلال توفير مصادر التمويل الضرورية لتمويل احتياجات الاقتصاد الوطني من السيولة ومده بوسائل الدفع اللازمة لذلك.

إلا أن تطور وكثرة التحولات في النظام المالي في العالم كما هو الحال في السنوات الماضية سمح برفع عدة قيود تنظيمية وإدارية لتفضيل زيادة الإيداع المالي، وهذا الأخير يعد في الوقت نفسه حفا وتحديا، حيث يعتبر حفا أو فرصة لأن الإيداع المالي يتطلب تكيفا سريعا بالرسمة حول التجارب التي سبق اكتسابها من جهة أخرى في مجال تكنولوجيا المعلومات المالية التي سمحت بدورها بحركية أكبر لرؤوس الأموال وتحكم أحسن في تكاليف الوساطة المالية، وتشكل تحديا لأن الإيداع المالي يحتاج إلى تعديل السلوك أمام الطرق الجديدة لإدارة الخطر وإلكترونية التدفقات النقدية واستعمال أدوات مالية جديدة.

وتحقيق هذه الأهداف يمر بالضرورة بإدخال وإصلاحات جديدة على مستوى النظام المالي الحالي وإنشاء سوق نقدية تعقد فيها الصفقات من يوم ليوم إلى مدة أطول ومفتوحة لكل المتعاملين الاقتصاديين وسعة السوق النقدية تعد ضرورية لكونها عملا يسهل تسهيل الاقتصاد ويعبر عن الدرجة القوية لنقدية الاقتصاد التي توفر سبل ووسائل الدفع للمتعاملين الاقتصاديين.

وتبدو السوق النقدية في اقتصاديات البلدان المتقدمة التي يمكن تعريفها بأن سوق رأس المال للأجل القصير والمتوسط مجالا لتوظيف المدخرات للوكلاء ذوي الفوائض النقدية التي تزيد عن حاجاتهم الاتفاقية الجارية، وتعمل على توجيه تلك المدخرات نحو الاستثمار من خلال إقراضها إلى الوكلاء الذين تزيد نفقاتهم الجارية عن مواردهم النقدية أي أن السوق النقدية بصفة عامة هي سوق تمويلية تساهم بشكل فاعل في توفير رأس المال الضروري لتلبية حاجات الاقتصاد من التمويل وتزيد من درجة سيولته ونقديته.

ومن خلال ما سبق تظهر إشكالية هذا البحث وهي:

أهمية الموضوع:

- تتجسد أهمية البحث في تقديم دراسة شاملة عن أهمية السوق النقدية في تمويل الاقتصاد الوطني بصفة عامة، وفي اقتصاد الجزائر وتونس بصفة خاصة نظرا لما يمكن أن تستفيد من إيجابيات في هذه الأسواق وتجنب العوامل المعرقلة لدور السوق النقدية في بلادنا.
- دراسة إعادة تمويل السوق النقدية ولما لها من أثر فعال على تحريك عجلة التنمية الاقتصادية والمساهمة في تفعيلها.
- ضرورة إيجاد سوق نقدية كجزء من سوق رؤوس الأموال تعمل على تعبئة المدخرات ودفعها إلى قنوات التمويل.

أهداف الموضوع:

يطمح الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

- التوصل إلى معرفة الكيفية المناسبة في تمويل الاقتصاد الوطني عن طريق السوق النقدية
- فهم آلية عمل السوق النقدية وتطويرها حسب الآليات الحديثة في البلدان المتطورة
- معرفة الدور الأساسي للبنك المركزي في السوق النقدية
- محاولة إعطاء مقارنة بين الإطار النظري للسوق النقدية، وواقع الحال في السوق النقدية لاقتصاد الجزائر وتونس من أجل توضيح العوامل التي من شأنها أن تنهض بهذه السوق لأداء الدور الاقتصادي المتوقع منها.
- تهدف الدراسة إلى مقارنة بين السوق النقدية في اقتصاد الجزائر وتونس لتشخيص نقاط الضعف ونقاط القوة في الأسواق النقدية لتلك الاقتصاديات ومن ثمة وضع البدائل المناسبة لتفعيل دور تلك الأسواق في التمويل.

الدراسات السابقة في الموضوع:

من بين الدراسات التي نجدها قريبة من هذا البحث نجد:

أولاً: دراسة محمد فاضل الطالب الحسن بعنوان: دور السوق النقدية كسوق تمويلية في الإقتصاد، حالة السوق النقدية الموريتانية.

هدفت هذه الدراسة إلى إعطاء مقارنة بين الإطار النظري للسوق النقدية وواقع الحال في السوق النقدي الموريتانية من أجل توضيح العوامل التي من شأنها أن تنهض بهذه السوق لتؤدي الإقتصادي المتوقع منها. وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى الدور التمويلي لهذه السوق، والذي يقتصر على إعادة تمويل البنوك الموريتانية وتمكينها بالتالي من تقديم الإئتمان اللازم للقطاعات الاقتصادية المختلفة من تجارة وصناعة وزراعة.... إلخ، كما توصلت هذه الدراسة إلى أهمية قسم سوق أدونات الخزينة في تمويل خزينة الدولة. بالإضافة إلى ذلك بينت الدراسة أهمية السوق النقدية كأداة لتحقيق أهداف السياسة النقدية. وقد تم الاستفادة من هذه الرسالة من خلال النقاط المذكورة، إلا أنها لم توضح شروط نماء وصلاحية السوق النقدية، والتي أخذت بعين الاعتبار في هذه الأطروحة.

ثانيا: دراسة معيزي قويدر بعنوان: فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الإقتصادي، حالة الجزائر (1990-2006).

وقد تناولت هذه الدراسة إظهار نجاعة السياسة النقدية باعتبارها أداة للسياسة الاقتصادية، تستخدم لمعالجة المشكلات الاقتصادية مثل التضخم، الركود، تدهور قيمة العملة...، وإلى إظهار الطريقة التي تؤثر بها السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية ومن ثمة التأثير في الواقع الإقتصادي. وقد بينت نتائج هذه الدراسة أن التوازن الإقتصادي يهدف إلى تعظيم النمو الإقتصادي والحد من التقلبات الدورية في الاقتصاد وأنه عندما تكون السياسة النقدية مستقلة عن ضغوطات الجهاز التنفيذي وأصحاب المصالح والنفوذ، فإن فعاليتها تكون كبيرة على استقرار الأسعار والتحكم في التضخم. وتم الاستفادة من هذه الأطروحة فيما يتعلق بمسار السياسة النقدية في الجزائر والأدوات المطبقة من قبل البنك المركزي، مع العلم أن هذه الدراسة لم تبين المكانة الهامة للسوق النقدية في تنفيذ السياسة النقدية للبلاد.

ثالثا: دراسة طه منصور بعنوان: السياسة النقدية وتمويل البنك المركزي لعجز الميزانية في الأردن.

وتطرقت هذه الدراسة إلى بيان الدور الذي يلعبه العجز المالي من حيث تأثيره على القاعدة النقدية، وعلى فاعلية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها المتمثلة بتوازن ميزان المدفوعات وإستقرار الأسعار وتحقيق العمالة الكاملة، وبينت الدراسة أن هدف تخفيض عجز ميزان المدفوعات وتخفيض عجز الموازنة، وهدف العمالة الكاملة على الترتيب من أهم أولويات السياسة النقدية في الأردن. وفي ما

يتعلق بهدف العمالة الكاملة فإن السياسة النقدية مثلما أشارت النتائج تسير في نفس اتجاه الدورة الاقتصادية، وفي أثناء التوسع في الإنتاج والعمالة تساير السياسة النقدية ذلك التوسع أما إذا أصاب الاقتصاد ركودا في الإنتاج والعمالة فإن السياسة النقدية تواكب ذلك أيضا.

وتوصل الباحث على أن السياسة النقدية في الأردن مرتبطة إلى حد كبير بعجز ميزان المدفوعات، والاستجابة لمتطلبات السياسة المالية، إلى جانب أن فاعلية السياسة النقدية مرهونة بتخفيض العجز الخارجي والداخلي. وقد تم الاستفادة من هذه الدراسة خاصة فيما يتعلق بقائم الدين العام الذي يتم مواجهته من خلال طرح أدون الخزينة في سوق قيم الخزينة كقسم من السوق النقدية.

رابعا: دراسة باللغة الأجنبية لـ صفاء شماخي بعنوان: فائض السيولة وإدارة السياسة النقدية في تونس.

وقد هدفت هذه الدراسة إلى تحليل فائض السيولة البنكية وإلى مسار السياسة النقدية في تونس وإلى توضيح أهمية السوق النقدية كأداة أساسية في عملية التعديل النقدي وإلى مشاكل فائض السيولة البنكية .

وتوصلت الدراسة إلى تحديد العوامل الأساسية لفائض السيولة البنكية في السوق النقدية التونسية، وإلى قيام البنك المركزي التونسي بتطبيق جملة من أدوات السياسة النقدية في السوق النقدية، وقد تم الاستفادة من هذه الدراسة خاصة فيما يتعلق بأسباب فائض السيولة وكيفية معالجته من قبل البنك المركزي التونسي، علما بأن هذه الدراسة لم تتناول الدور التمويلي للسوق النقدي التونسية والذي كان محور اهتمامنا لتوضيح المقارنة بين السوق النقدية التونسية والسوق النقدية الجزائرية.

منهج البحث:

للإجابة على إشكالية البحث والإلمام بكل جوانبه، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي الذي يسمح بالوصف الدقيق لأدوات السوق النقدية والمشاركين فيها وكيفية سير هذه السوق. وأيضا تم استخدام المنهج التاريخي والذي من خلاله نقوم بعرض التطور أو المراحل التي مرت بها السوق النقدية الجزائرية والتونسية تاريخيا، كما تم الاستناد إلى منهج دراسة حالة في الإطلاع على حالة السوق النقدية الجزائرية والتونسية ودورهما التمويلي ثم التطرق إلى دراسة المقارنة بينهما من خلال

الوقوف على أهم النقاط.

حدود البحث:

البحث محدد في الموضوع وفي الإشكالية وهو إظهار أهمية السوق النقدية في تمويل الإقتصاد بصفة عامة وموقع السوق النقدية الجزائرية والتونسية ضمن عملية تسييل ونقدية الإقتصاد، حيث تم تتبع مسار السوق النقدية المتطورة في الجانب النظري كواقع منشود وإسقاطه على دراسة حالة الجزائر وتونس. وتم تحديد الفترة الزمنية للدراسة من ما قبل إعادة تنظيم كلا السوقين أي تقريبا منذ إستقلال البلدين إلى سنة 2011 وذلك لتتبع مسار هاذين السوقين والوقوف على أهم التغيرات أو التطورات التي مست كلا السوقين، ومن ثمة تحديد العناصر الرئيسية التي تدخل في عملية المقارنة بين السوقين.

هيكل البحث:

يتكون البحث من جانبين أحدهما نظري يتضمن فصلين والآخر تطبيقي يتضمن خمسة فصول. الفصل الأول تحت عنوان الإطار النظري للسوق النقدية، والذي يحتوي على ثلاثة مباحث، تعرضنا في المبحث الأول لماهية السوق النقدية من خلال تعريف السوق النقدية والتميز بينها وبين السوق المالية، ثم التعرف على الأدوات المالية المتداولة في السوق، وكذلك تنظيم هذه السوق. أما المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لخصائص السوق النقدية، من خلال التطرق إلى أهداف المستثمرين في السوق، وأهم مزايا السوق، ويتناول المبحث الثالث أقسام السوق النقدية : سوق مابين البنوك مبرزين تنظيم وإدارة هذه السوق وتدخلات البنك المركزي فيها، وسوق الأصول المالية القابلة للتداول المفتوحة لكل العناصر الاقتصادية.

أما الفصل الثاني وضع تحت عنوان أهمية السوق النقدية في تمويل الإقتصاد، وقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، يتناول المبحث الأول طرق تمويل الإقتصاد، في حين تضمن المبحث الثاني الدور التمويلي للسوق النقدية من خلال دور هذه السوق في تمويل المؤسسات البنكية والمالية وتمويل المؤسسات الإقتصادية وكذا خزينة الدولة مع الإشارة إلى عمق وسعة وصلاحيات السوق النقدية، أما المبحث الثالث يدور حول أدوات السياسة النقدية المستعملة في السوق النقدية، مع الإشارة لإعادة التمويل وأداة الإحتياطي الإجباري. أما الجانب التطبيقي فقد تمحور حول دراسة دور السوق النقدية الجزائرية والتونسية والمقارنة بينهما.

الفصل الثالث بعنوان نشأة وتنظيم السوق النقدية الجزائرية، تم تقسيمه أيضا إلى ثلاث مباحث، يهتم المبحث الأول بنشأة السوق النقدية الجزائرية والإطار القانوني الذي تستند إليه السوق، أما في المبحث الثاني فقمنا بإبراز تنظيم السوق بحيث مع التنظيم الحالي لهذه السوق، يجعل السوق النقدي الجزائرية تتكون من سوق ما بين البنوك وتسمى العمليات خارج بنك الجزائر وسوق بنك الجزائر حيث التدخل النشط لهذا الأخير في السوق، في حين المبحث الثالث يهتم بإعادة التمويل وتقييم السوق النقدية الجزائرية.

الفصل الرابع فكان تحت عنوان تطور السوق النقدية الجزائرية ودورها التمويلي، وتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، يهتم المبحث الأول بتطور السوق النقدية ودورها التمويلي من 1962 إلى 1998، أما المبحث الثاني يدور حول تطور السوق النقدية ودورها التمويلي من 1999 إلى 2004، وخصص المبحث الثالث كذلك لمعرفة تطور السوق النقدية الجزائرية ودورها التمويلي من سنة 2005 إلى سنة 2011.

والفصل الخامس يدور حول السوق النقدية التونسية وتنظيمها، وتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول النشأة والإطار القانوني للسوق، أما المبحث الثاني فيتعلق بتنظيم السوق النقدية التونسية من خلال دراسة قسميها، قسم سوق ما بين البنوك وقسم الأصول المالية القابلة للتداول أما المبحث الثالث فقد خصص لعلاقة قيم الخزينة العمومية بالسوق النقدية التونسية من خلال سوق قيم الخزينة.

في حين الفصل السادس يهتم بتطور السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي، ويتضمن ثلاث مباحث، يتطرق المبحث الأول إلى السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي قبل سنة 1987، أما المبحث الثاني فكان حول السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي من 1986 إلى 2000، في حين خصص المبحث الأخير للسوق النقدية التونسية ودورها التمويلي من سنة 2001-2011. والفصل السابع يتعلق بدراسة مقارنة بين للسوق النقدية في الجزائر وتونس، ينقسم إلى مبحثين، المبحث الأول حول تحليل مقارنة السوق النقدية في اقتصاد الجزائر وتونس، أما المبحث الثاني يهتم بكيفية المساهمة للنهوض بالسوق النقدية الجزائرية.



الفصل الأول

الإطار النظري للسوق النقدية

تمهيد:

تعتبر السوق النقدية المكان المناسب لعرض وطلب السيولة البنكية اللازمة لتمويل الاقتصاد ولتحقيق التوازن من قبل السلطات النقدية.

وتستند أهمية السوق النقدية إلى تنظيم محكم لها وإلى نشاط المؤسسات التي تتدخل فيها، فبالإضافة إلى طبيعة الخدمات المتنوعة التي تقدمها إلى مختلف الوحدات الاقتصادية وعليه من خلال المبحث الأول لهذا الفصل سنقوم بتعريف السوق النقدية ونتطرق إلى الأدوات المالية المتداولة فيها وإلى تنظيم هذه السوق، أما المبحث الثاني فقد خصص لخصائص في حين يتناول المبحث الثالث دراسة أقسام السوق النقدية.

المبحث الأول: ماهية السوق النقدية

تشكل السوق النقدية مصدرا من مصادر التمويل. بحيث توفر للعناصر الاقتصادية السيولة التي ترغب فيها، كما يجد أصحاب الفائض المالي مكان مناسب في هذه السوق لتوظيف أموالهم.

المطلب الأول: تعريف السوق النقدية والتمييز بينها وبين السوق المالية.

الفرع الأول: تعريف السوق النقدية.

السوق النقدية هي سوق رؤوس الأموال لأجل قصير ومتوسط، وهذه السوق بالتراضي (العمليات فيها تتم بالتراضي) غير ممرضة في مكان معين، وتتحقق فيها العمليات بالهاتف أو كل الوسائل الأخرى التي تحمل مجموع التقنيات والخدمات التي تمزج وسائل المعلوماتية بوسائل الاتصال من خلال قاعات الأسواق للمتدخلين.¹

أي أن هذه السوق غير المحددة بزمان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات، تتم العمليات فيها باستعمال الهاتف، والتلكس، الفاكس، أو نهايات أجهزة الإعلام الآلي وغيرها من وسائل الاتصال، أي لا يشترط في قيام السوق النقدية توفر مبنى مثلا أو غيره من الهياكل.²

ومنذ إصلاح 1984 السوق النقدية في فرنسا هي سوق رؤوس الأموال لأجل قصير ومتوسط ومتكونة من سوق مابين البنوك وسوق جديدة للأصول المالية خاصة بالحقوق القابلة للتداول المنفتحة لكل الأعوان الاقتصاديين وأسس (les supports) العمليات في السوق النقدية تتمثل خاصة في: أدونات الخزينة، وسندات الصندوق وشهادات الإيداع.³

ويقتضي لقيام أسواق منظمة للائتمان القصير الأجل (السوق النقدية) توافر المقترضين الذين يعرضون أدوات الائتمان التي ينصب عليها التعامل في هذه الأسواق، ووجود المقترضين الذين يمكن الاعتماد عليهم في التقدم لشراء هذه الأدوات، وتوافر المؤسسات المتخصصة في التوسط بين المقترضين والتعامل في أدوات الائتمان في الأجل القصير.⁴

¹Christian et mireillezambot, gestion financière de marché, 2^{ème} édition dunod, paris, 2000, p 08.

²جبار محفوظ، البورصة وموقعها في أسواق العمليات المالية، ج1، ط1، دار هومة للطبع، 2002، ص 65.

³Ahmed silem et jean marie albertini, lexique économie, 5^{ème}, édition dallaz, 1995, p

⁴محمد زكي الشافعي، مقدمة في النقود والشركة، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، ط7، بدون تاريخ

تشكل دراسة السوق النقدية تحليل لحركات الأصول بين العارضين للقروض والطالبين عليها، وبما أنها أداة للتحكم في الكتلة النقدية من جهة ووسيلة للسياسة النقدية من جهة أخرى فإنها تعد سوقاً ضرورية.¹

ومن ثمة يمكن القول أن السوق النقدية تستقطب النقد المركزي (من خلال سوق ما بين البنوك) والأصول المالية (من خلال ما يسمى بسوق الأصول المالية الخاصة بالحقوق القابلة للتداول) من أجل استثمارها فيما تعرض الحاجة إليها، ويكون ذلك من خلال وضعها في متناول أولئك الذين يريدون استعمالها لأجل قصير ومتوسط.

الفرع الثاني: التمييز بين السوق النقدية والسوق المالية.

ويزداد فهمنا للسوق النقدية بإظهار الفرق بينها وبين السوق المالية والذي يتجلى فيما يلي:

- نميز بين السوق النقدية والسوق المالية بالاستناد إلى أجل الأوراق المتداولة فيها.

فالسوق النقدية هي سوق مالية تعتمد بشكل كبير على أدوات مالية ذات أجل قصير أما السوق المالية فهي سوق رؤوس أموال تظهر بخلاف ذلك حيث يتداول فيها أدوات مالية ذات مدة أطول بالإضافة إلى الأسهم.²

- يتم تبادل الأدوات قصيرة الأجل (إلى جانب الأدوات المالية المتوسطة الأجل في السوق النقدية) بصورة أسرع و أكبر من تداول أدوات رأس المال.³

-السوق النقدية في الغالب أكثر سيولة ويلجأ المقترضون إلى هذه السوق لمواجهة عسر في السيولة النقدية على أن تكون الإجراءات سهلة و سريعة مكيفة حسب طبيعة التمويل ،أما المقترضون من السوق المالية يحصلون على المال من أجل استثمار في الرأس المال الثابت كبناء المصانع...الخ.⁴

-السوق النقدية هي سوق ادخارية لأنها تحرك الأموال السائلة المدخرة من أجل اصحابها ،في حين السوق المالية عبارة عن سوق استثمارية تحرك الأموال التي تهدف إلى الإستثمار سواء في البنوك حيث تستثمر أو في البورصة حيث توظف.⁵

¹-Georges depplanesjeanpierregabord ,Gestionfinanciere de l'enterprise ,editionsioy 11^{ème} edition1997p560.

² -Frederic.mishkin et des autres ,monnaie ,banque et marches financiers,8^{ème} edition ,p36.

³ - علي عباس، إدارة الأعمال الدولية، (الإطار العام) ،دار الحامد ،عمان ،الطبعة الأولى ،2007، ص297.

⁴ -جميل سالم الزيدانيين ،أساسيات في الجهاز المالي ،(المنظور العملي) ،دار وائل للنشر، عمان ،ط1، 1999، ص239.

⁵ -عادل أحمد حشيش، اقتصاديات النقود و البنوك ،الدار الجامعية ،بيروت، 1993، ص152.

- تستعمل المؤسسات والبنوك وكذلك الأفراد السوق النقدية أكثر لتحقيق عائد من أموالهم المهيأة للاستعمال الى حين ،على عكس أوراق سوق رؤوس الأموال مثل الأسهم والسندات طويلة المدى تعد عموما في حيازة الوسطاء الماليين مثل شركات التأمين أو صناديق التي لديها قليل من عدم التيقن حول مبلغ رؤوس الأموال المهيأة للاستعمال المستقبلي.¹

- سعر الفائدة في السوق المالية أعلى منه في السوق النقدية لاختلاف آجال العمليات بينها.²

تهتم السوق النقدية إذا بمشكلة التمويل الأجل القصير، والمتوسط، في حين السوق المالية تختص بالتمويل طويل الأجل.

وتتمثل من حيث تجميع المدخرات السائلة كالودائع أو من حيث منح القروض.

وتتمثل أهم عناصرها في العمليات المتعلقة بالأوراق التجارية القابلة للخصم، والعمليات التي تختص السندات الحكومية (الذمم العائلة) والتسهيلات الائتمانية الخاصة بالتجارة الخارجية والداخلية.

أما الأطراف المتدخلة في هاته السوق تتكون من البنوك التجارية والمؤسسات المالية والمؤسسات المتخصصة، والحكومة والأفراد والمؤسسات إلى جانب متدخل رئيسي يتمثل في البنك المركزي الذي يتخذ من السوق النقدية أداة لتنفيذ السياسة النقدية.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية

تتسع السوق النقدية لمجموعة من الأوراق المالية التي تتمتع بمجموعة من الخصائص وتساهم في تسييل السوق.

الفرع الأول: الأوراق التجارية

أولاً- تعريفها: تشكل الأوراق التجارية واحدة من أقدم أدوات السوق النقدية، وعلى أية حالة تعود هذه الأوراق كأداة استثمارية إلى بداية القرن التاسع عشر حيث كانت المؤسسات غير المالية مثل شركات التسليح والسكك الحديدية والتبوغ تتولى إصدارها.³

¹ - Frederic.mishkin et des autres, opcit, p 36.

² عادل أحمد حشيش، اقتصاديات النقود والبنوك مرجع سابق، ص 149.

³ - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 144.

والأوراق التجارية عبارة عن صكوك تتضمن التزاما بدفع مبلغ من النقود يستحق الوفاء عادة بعد وقت قصير ، وتقبل البيئة التجارية على التعامل بهذه الأوراق كأداة لتسوية الديون نظرا لسهولة تمويلها إلى نقود قبل حلول أجل الوفاء بتقديمها للخصم لدى البنوك.¹

وقد كان توسع الاستثمار في الأوراق التجارية نتيجة تجاوز سعر الفائدة المفروض على قروض البنوك على الأوراق التجارية، وعليه ازدادت عمليات الاستثمار في تلك الأوراق خلال الربع الأخير من القرن العشرين بحوالي 12% في الو.م.أ حيث بلغت القيمة الإجمالية للأوراق التجارية في الأسواق الأمريكية.

كما ارتفعت المساهمة النسبية للأوراق التجارية من مجموع الأوراق المتداولة في الأسواق النقدية من 20% سنة 1970 إلى أكثر من 30% في النصف الثاني من التسعينات على حساب أدونات الخزينة وشهادات الإيداع القابلة للتداول التي تراجع دور كل منها بـ 15%².

غير أن هذا الاتجاه قد تغير منذ بداية عشرينيات القرن الماضي، عندما بدأت البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد ودوائر الضمان الحكومية تقوم بإصدار هذه الأوراق أو شرائها لحسابها الخاص.

ثانيا- أنواع الأوراق التجارية:

تتمثل الأوراق التجارية في الكمبيالات والسندات لأمر والسندات الرهينة، وهذه الأوراق تشكل خصوصا ما يسمى بأوراق القرض (titres de credit)³.

في أغلب الحالات لا تكون الصفقات التجارية فورية، حيث يمنح البائع مدة للمشتري لدفع المبلغ المستحق، ولما ينوي المصرفي منح قرض وفق صيغة قابلة للتعبئة، فإنه يطلب من المقترض انشاء ورقة واسترجاعها للخصم، والتي تحمل تاريخ استحقاق مطابق لمدة القرض المطلوب.

وتصدر الأوراق التجارية شركات كبيرة للحصول على حاجاتها من التمويل وتشتريها بشكل رئيسي شركات الأعمال الأخرى وشركات التأمين، والبنوك ومؤسسات التعاقد والمعاشات ، ويعد هذا النوع من الأوراق في الوقت الحالي أحد المصادر الهامة، وقد أخذ في النمو بشكل سريع في السنوات الأخيرة.⁴

¹ - محمد زكي الشافعي، مرجع سابق، ص 227.

² - عبد النافع الزرري، الأسواق المالية، دار وائل للطباعة والنشر، ط1، الأردن، 2001، ص 38.

³ Banque de France, monnaie-credit et valeurs mobilières, centre intersyndical de préparation aux concours, diffusée, par la banque de France, service de l'informatin, 1995, p 85.

⁴ - سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 1997، ص 163.

- 1- **السند لأمر:** إن السند لأمر هو سند يتعهد موقعه بأن يدفع مبلغا معيناً للمستفيد بتاريخ معين، وإن السند لأمر يجب أن يحتوي على مايلي:¹
 - الوعد بالدفع في استحقاق معين
 - النص صراحة بأن السند هو لأمر حتى لا يكون هنالك التباس بالوعد بالدفع .
 - تحديد الاستحقاق
 - تحديد محل الدفع
 - اسم الشخص المحرر له السند الأمر
 - التاريخ والمحل الذي يجب أن يحصل فيه الدفع
 - توقيع الذي أصدر السند لأمر
 - من الجهة القانونية يجري على السند لأمر ما يجري على السند العادي.

- 2- **الكمبيالة:** عبارة عن وثيقة يأمر فيها الساحب المسحوب عليه بدفع مبلغ أكيد لفائدة شخص معني بالأمر.² وهي ضمانات أوثق لأن توقيعها يتم قبل تسليم البضاعة وللبائع الحق في حفظها لديه حتى الاستحقاق... كما أن بإمكانه تظهيرها لأمر البنك لتحصيل القيمة، أو لحسم المبلغ وقبض القيمة فوراً أو ربما لاعتماد هذه الوثيقة كضمان يمكنه أن يقترض من البنك جزءاً أو كامل مبلغها. وهذا يعني أن الكمبيالة تضم ثلاثة أشخاص يأمر فيها المدين الساحب (le tireur) مدينه المسحوب عليه (le tiré) دفع مبلغ محدد لفائدة الدائن المستفيد (le bénéficiaire) بحلول تاريخ الاستحقاق، كما تبين هذه الوثيقة ثلاث ذمم مع إمكانية سداد الدين في آن واحد، ولمعرفة كيفية سداد الدينين في آن واحد من خلال هذه الورقة التجارية تفرض أن الشخص (أ) مدينا تجاه الشخص (ب) وفي نفس الوقت الشخص (أ) دائنا اتجاه الشخص (ج)، يكون (أ) بإمكانية تحرير كمبيالة يأمر فيها الشخص (ج) بدفع المبلغ المالي المعين لفائدة الشخص (ب)... ومن ثمة فقد سهلت هذه الورقة سداد دين (أ) تجاه (ب)، ودين (ج) تجاه (أ)، أي سداد دينين معا في نفس الوقت.

ومن بين خصائص هذه الورقة التجارية نجد:

- التظهير (l'endossement):** ويتم تداول الكمبيالة عن طريق التظهير، وهذا الأسلوب يشكل الكيفية المعتادة لتحويل ملكية الكمبيالات (نقلها من طرف إلى آخر لتسوية الالتزامات) .

¹ - فريد الصلح، مورييس نصر، المصرف والأعمال المصرفية، الأهلية للنشر والتوزيع، بيروت، 1989، ص 66.

² - Pierre jude, technique et pratique du factoring, 1^{ère} édition, centre de librairie et d'édition techniques, paris, 1984, p 145.

أي هي العملية التي من خلالها ينقل أو يحول المستفيد (l'endosseur) الكمبيالة لصالح مستفيد آخر (l'endossataire).

وصيغة التظهير تكون بالتوقيع وكتابة التاريخ على ظهر الكمبيالة التي تحمل اسم المستفيد الجديد (bénéficiaire ou endossataire) أو تكون على بياض (en blan) والتي تعني أن يكفي المظهر (l'endosseur) بالتوقيع على ظهر الورقة.¹

وما دام أداة الدفع هذه تضمن تعهد بالتسديد لفائدة الدائن أو لأمره وقابلة للتظهير مثلها مثل السند لأمر، فعند الاستحقاق يقدم حامل الكمبيالة مباشرة أو بواسطة بنك، كمبيالة للدفع.

وإن لم يدفع المدين أي في حالة شك المستفيد الدائن بعدم وجود ذمة بين الساحب والمسحوب عليه، فإن لهذا المستفيد (حامل الكمبيالة) إمكانية مطالبة الضامن الإحتياطي (شخص آخر موقع على الورقة) للوفاء بحقه، وهذا النوع من الضمان يسمى بالضمان الإحتياطي (L'aval)، وهو متعارف عليه في كثير من البلدان.

وفضلا عن ما سبق من إمكانية تظهير الكمبيالة واستخدامها كأداة دفع في العمليات التجارية من قبل المستفيدين منها، وكلما كثر التظهير في مثل هذا النوع من الأوراق التجارية والتوقيع عليها، الأمر الذي يزيد من ثقة الأفراد بها وتكتسب قوة أكبر في مثل هذه التوقيعات التي تزيد من ضمانها وتصبح كنفوذ تملك قوة إبراء غير محدودة.²

3- السندات الرهنية:

سند الرهينة عبارة عن وثيقة تسمح برهن البضاعة ، ويمثل ورقة تجارية تمكن صاحبها أو حاملها من الحصول على قرض لمدة معينة في حالة الحاجة إلى السيولة ، وهذا بعد تظهيره باسم المقرض مع اعتبار السلع المودعة في المخزن العمومي مرهونة مقابل هذا القرض .

أي أن سند الرهن يشبه السند لأمر في صيغته ، لكنه يختلف عنه بكونه مضمونا بسلع ، تكون هذه الأخيرة مودعة في المخزن العمومي ، وهذه المخازن العمومية عبارة عن شركات أو هيئات معترف بها من قبل السلطات المحلية وهي بمثابة مستودعات تمكن الأفراد من ايداع سلعهم لفترة محددة مقابل عمولة . ويتحصلون على أوصال من إدارة تلك المخازن تثبت عملية الإيداع ، وتظهر كمية ومواصفات السلع المودعة .³ وتكون تلك الأوصال مرفقة بسند رهن ، وبذلك يمثل إيصال

¹-Banque de France, 1995, opcit, p 87.

²-فتح الله ولعلو، الاقتصاد السياسي، توزيع المداخل: النقود والائتمان، دار الحداثة للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، ط1، 1981، ص 308.

³-الطاهر لطرش ، تقنيات البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2000 ، ص121.

الإيداع وسند الرهن السلعة المودعة في المخزن العمومي ولا يمكن لصاحب السلعة استرجاعها إلا بإظهار الوصل والسند معا.

ويشكل سند الرهن أداة ائتمان ووسيلة دفع لتسوية الالتزامات ، بالإضافة إلى هذه الأداة تشترك في مجموعة من الخصائص مع بقية الأوراق التجارية الأخرى ، وهذه الخصائص تكمن في العمليات التي تمارسها البنوك على تلك الأوراق ، في تحصيل وخصم وتسليف .

ففي حالة التحصيل يتم دفع قيمة الكمبيالة مثلا المقدمة للمستفيد وذلك لصعوبة البعد بين مقر سكن الدائن والمدين (فهذه العملية بمثابة حوالة) . حيث تقدم هذه الكمبيالة حسب عنوان المذكور عليها ويتم استيفاء القيمة وتقييدها بحساب الزبون (المستفيد) ، وتكون هذه العملية بمساعدة فروع ومراسلي البنك .¹

في حين الخصم يعني قيام البنك دفع القيمة مباشرة (قيمة الورقة التجارية) ، ويستفيد البنك مقابل ذلك من فوائد وعمولات ويتولى تحصيل قيمتها بحلول تاريخ استحقاقها مما يعني انتقال ملكية الورقة للبنك ، بالإضافة إلى إمكانية إعادة خصمها لدى البنك المركزي حين الحاجة إلى السيولة.

أما حالة التسليف لقاء رهن ، يستطيع العميل حامل مجموعة الأوراق التجارية الحصول على سلفة من البنك مقابل إيداعه (العميل) تلك الأوراق لدى البنك على سبيل الرهن كضمان لقيمة الدين المقدم لفائدة العميل وهذا الأخير على عقد الرهن ، وفي الحقيقة إن العميل يستطيع الحصول على السيولة التي يحتاجها انيا عن طريق عملية الخصم إلا أنه يلجأ إلى حالة التسليف لقاء رهن الأوراق التجارية حينما لا يرغب لسبب ما اللجوء لتقنية الخصم وكذلك تسمح عملية التسليف لقاء الرهن للبنك بتحصيل قيمة الأوراق التجارية المودعة لديه على سبيل الرهن و الاحتفاظ بها لحين استرداد الدين من العميل .²

ثالثا- مزايا إصدار الأوراق التجارية:

يتميز استخدام الورقة التجارية بما يلي:

- السماح بتداول الورقة التجارية على نطاق واسع.
- إتاحة الفرصة للشركات التي تصدر الورقة التجارية للحصول على أموال أكثر وبأقل تكلفة من المصادر الأخرى للتمويل.

¹- شاكر القزويني ، محاضرات في اقتصاد البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2000 ، ص121.

²- المرجع السابق ، ص122.

- تجنب الشركة المقترضة بضمان أو خصم هذه الورقة التكاليف والصعوبات التي تتخلل الترتيبات الواجب إنخفاضها والحصول على تمويل من عدة مؤسسات مالية، وكذلك الأرصة المعوضة التي تستلزمها كل من هذه المؤسسات.
- إكتساب الشركة دعاية طيبة من خلال توزيع ورقتها التجارية على نطاق واسع.

الفرع الثاني- القبولات المصرفية:

أولا- مفهومها:

عبارة عن أدوات دين تصدرها الشركات التجارية، وهي عبارة عن حوالة مصرفية مضمونة السداد من البنك التجاري الذي تتعامل معه الشركة، حيث يتولى البنك الضامن دفع قيمة الحوالة في حالة عدم تمكن الشركة من دفع قيمتها للمورد.¹

وتشكل القبولات المصرفية إحدى الأدوات المستخدمة في السوق النقدية، ومثل ما ذكرنا سابقا أنها عبارة عن سندات مقدمة من العميل إلى البنك على سبيل القبول من خلال توقيع البنك على هذا السند المسحوب على عمليه دليلا على استعداده لدفع قيمتها عند الإستحقاق للعميل نفسه أو لفائدة شخص ثالث. وهذا التوقيع بمثابة ضمان للورقة مقابل حصول البنك على عمولة، بالإضافة إلى أن المخاطرة على قبول الورقة من البنك تكون منخفضة نسبيا ومن ثمة تكون الفائدة المدفوعة منخفضة أيضا.

وتقوم البنوك الكبيرة بشراء السندات التي تقبلها والتي أصبحت ورقة من الدرجة الأولى من السهل بيعها، وتتم عملية الشراء من تلك الأصول عندما تتوفر للمصارف سيولة كافية تفوق النسبة القانونية المقرر الاحتفاظ بها، كما تتولى بيع جزء منها عندما تنخفض نسبة تلك الاحتياطات من السيولة.²

ثانيا- مزايا إستخدامها:

يمكن الإستفادة من مزايا القبولات المصرفية عند الاستيراد وذلك عن طريق تفويض البنك المراسل في الخارج بإعداد قبول مصرفي يغطي ثمن البضاعة المستوردة أو المصدرة من قبل عملائه بالكامل، ثم يقوم البنك المراسل بإرسال القبول المصرفي إلى البنك المحلي الذي يختمه بختم مقبول، ثم يرسله إلى البنك المراسل في الخارج مع تفويضه بقبوله وبيعه في سوق الأوراق المالية قصيرة

¹ - علي عباس، إدارة الأعمال الدولية (الإطار العام)، مرجع سابق، ص 300.

² - عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية الجديدة، الأزاريطة، 2004، ص ص 150، 151.

الأجل، وعندئذ يقوم البنك المراسل بتسجيل صافي قيمة السحب في حساب البنك المحلي بعد خصم عمولته.¹

ومن المزايا أيضا التي يتمتع بها هذا النوع من السندات إمكانية بيعه في السوق النقدية الثانوية، وهذه الأوراق مثلما ذكرنا سابقا تكون في مجال التجارة الخارجية في الغالب حيث يفضل المصدرون سحب السندات المقبولة من البنوك، بمخاطر أدنى من تلك التي تسحب على المستوردين أنفسهم.²

الفرع الثالث- السندات العامة:

عبارة عن أوراق مالية تصدر من طرف الخزينة العمومية التي تتمتع بسمعة مالية معروفة مثل الدولة.

وتشكل هذه السندات التي تصدر لآجال قصيرة ومتوسطة نسبة كبيرة من الأدوات المتداولة في السوق النقدية، فهي من الأصول النشطة لدى البنوك التجارية لما تتمتع به من درجة سيولة واستعداد البنك المركزي لخصمها، وسنتطرق بشكل مفصل إلى هذا النوع من الأدوات المالية لاحقا.

المطلب الثالث: تنظيم السوق النقدية

تشكل السوق النقدية بحسب التعاريف المذكورة سابقا، خلية أو عدة خلايا من مجموع أوسع هو سوق المال، بالإضافة إلى أنها غير مجسدة في مكان معين.

كما أن هذه السوق تتم فيها العمليات المتعلقة بالديون القصيرة والمتوسطة الأجل، وتسوية الإتفاقات بين مختلف المشاركين عبر وسائل الإتصال مثل الهاتف، والفاكس والتلكس إلى آخره من الوسائل التي تحمل مجموع التقنيات والخدمات التي تمزج وسائل المعلوماتية بوسائل الإتصال مثل شبكة S.W.I.F.T.

ويمكن أن نميز في السوق النقدية بين سوقين هما: السوق الأولية التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها، والسوق الثانوية التي يجرى فيها تداول الإصدارات النقدية بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.

¹ - حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها أدواتها المشتقة، ط1 دار الكندي، عمان، 2002، ص 166.

² - خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص

أي أن السوق الأولية محلها إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما السوق الثانوية محلها إصدارات مستعملة يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشتريين آخرين.¹

ويجب على السوق النقدية عالية الأداء أن تكون منظمة حول سوق أولية مهيكلة، بحيث تكون إجراءات الإصدار مقننة وتحديد معدلات الفائدة لا يقدر بالضرورة من سلطة المصدر (L'emetteur) لكن من خلال إجراءات شفافة تعكس شروط السوق، كما يجب تأسيس سوق ثانوية نشطة تستند إلى عرض من الأوراق المالية المشكلة بطريقة تساعد على تفاوضية الحقوق لآجال إستحقاق متباينة.²

تباشر السوق النقدية نشاطها في كل الأيام المفتوحة، إذ يتقدم المشاركون في تلك السوق سواء لتوظيف فوائضهم أو لسد عجوزاتهم من السيولة النقدية إلى المتدخلين من وسطاء وبيوت إعادة الخصم، ويحضر كل وسيط المقاصة الداخلية بين العرض والطلب المسجل لديه ويسوي وضعيته تجاه البنك أو إلى بيوت إعادة الخصم عموماً.

وتقوم هذه البيوت بإعادة الخصم بمقاصة ثانية بين عروض وطلبات زبائنهم المباشرين، وتلك المتعلقة بالوسطاء الذين إتصلوا بها، بحيث تمول الرصيد من خلال الإقتراض من بنك كبير، وعندما تعلن هذه الأخيرة معدل تدخلها يسوى نهائياً الوسطاء وبيوت إعادة الخصم العرض والطلب.

وبما أن المشاركين في السوق النقدية هم أولئك الأشخاص الذين يعرضون أو يطلبون السيولة، سواء كانوا من الأفراد أم من المؤسسات، وتشمل التسمية أيضاً الجهاز المالي وخزينة الدولة، والمتعاملين معها، فإن هؤلاء جميعاً يستحقون دراسة لأدوارهم المرتبطة بتدخلهم في السوق النقدية.

الفرع الأول: الأفراد والمؤسسات

يتميز الأفراد والمؤسسات بخاصية مشتركة تتمثل في عدم مقدرتهم على إنشاء العملة، وهذا ما يؤكد تدخلهم في السوق النقدية .

ويتدخل الأفراد مع المؤسسات في علاقات مستمرة تترجم تيار ذو اتجاهين متعاكسين ، يتمثل من جهة في تقديم المؤسسات السلع والخدمات المطلوبة من الأفراد ، وفي الاتجاه الآخر يقدم الأفراد جهداً سواء كان فكرياً أو يدوياً .

¹ - محمود يونس، كمال أمين الوصال، إقتصاديات: نقود وبنوك وأسواق مالية، الناشر قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد، جامعة الاسكندرية، 2005، ص 84.

² - Abdelkader Betlas, le développement du marché de capitaux et la structure des taux d'intérêt, (fondements théoriques et aspects pratiques), édition elborhane, Hydra, p 35.

والأفراد الذين يعملون بشكل متزايد مع السوق النقدية مباشرة هم بصفة خاصة الأثرياء منهم، سواء من خلال تحريك حساباتهم وودائعهم من خلال هذه السوق، أو من خلال أدوات الاستثمار قصيرة الأجل المتداولة فيه. هذا ومن المنتظر أن يزداد حجم وعدد المعاملات المباشرة مع الأفراد في السوق مع التنامي المتسارع لظاهرة الحد من الوساطة (Désintermédiation)¹.

وتتدخل المؤسسات في السوق النقدية للحصول على تسهيل الصندوق " الذي هو مجرد قرض بنكي يمنح لعدة أيام من أجل مواجهة عدم التوافق في خزينة هذه المؤسسات"². الأمر الذي يسمح باستمرار دورة الإستغلال .

الفرع الثاني: الجهاز النقدي والمالي

يضم الجهاز النقدي والمالي، البنوك من جهة، والوسطاء الماليين غير المزودين بسلطة خلق النقود من جهة ثانية.

أولا-البنوك:

يتطلب الترتيب التقليدي أولا البنوك المركزية، ولكن بالرجوع إلى التسلسل المنطقي، فإنه يقتضي النظر أولا في البنوك التجارية.

1- البنوك التجارية:

يعتبر بنكا تجاريا كل منشأة تقوم بصفة معتادة بقبول الودائع في حسابات جارية تدفع عند الطلب أو لأجل، وفتح الإعتمادات وتحصيل الصكوك المسحوبة من العملاء أو عليهم، ومنح السلفيات وغير ذلك من الأعمال المصرفية³.

وتسمى هذه البنوك أحيانا ببنوك الودائع⁴.

إذ تتميز البنوك التجارية بقبولها للودائع الجارية هذا ما يفرض عليها القيام بدفعها عندما تطلب من أصحابها، في حين أن المؤسسات المالية بما فيها البنوك الأخرى لا تتعامل في هذا النوع من الودائع وإنما تتعامل في أنواع أخرى من الودائع.

ومن ثمة تعتمد البنوك التجارية في إقراضها على أنواع وحجم وآجال الودائع المتاحة لديها وذلك بما يحقق أهداف خطة التنمية الاقتصادية الوطنية، بالإضافة إلى الأغراض التمويلية العادية التي

¹ - أسامة محمد أحمد الفولي : " تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي " دورية تحت عنوان دراسات اقتصادية تصدر عن

مركز البحوث والدراسات الإنسانية - البصيرة ، مؤسسة بن خلدون للدراسات والبحوث الجزائر ، العدد الثاني ن 2000 ، ص71.

² - الطاهر لطرش ، مرجع سابق ، ص60.

³ - عبد المنعم راضي وفرج عزت، إقتصاديات النقود والبنوك، البيان للطباعة والنشر، مصر، 2001، ص 13.

⁴ - مجدي محمود شهاب، الإقتصاد النقدي، الدار الجامعية، بيروت، 1990، ص 191.

تقوم بها تلك البنوك، وذلك أنها بحكم وظيفتها كوعاء للمدخرات عليها إقراض هذه المدخرات المتاحة لديها وتوزيعها على مجالات الإنتاج والخدمات المختلفة لدفع عملية النشاط الإقتصادي، ويضاف إلى ذلك أن البنوك التجارية منشآت تهدف إلى الربح.¹

وفي ضوء ما تقدم، يتطلب الأمر أن نشير إلى أن البنوك التجارية لا تمنح هذه القروض بدون حدود فالفوانين المنظمة لعملية الإقراض في غالبية دول العالم تحدد الحد الأعلى الذي يمكن للبنوك التجارية أن تقرضه لشركة الأعمال مثلاً.

حيث تشترط في غالبية الأحيان على عدم تجاوز جملة الإئتمان المقدم في البنك التجاري عن نسبة معينة من الودائع التي يحتفظ بها البنك.

والمنطق وراء هذه القيود يرجع إلى الرغبة في تقليل حجم المخاطرة التي يتعرض لها البنك وذلك كونه يقرض من أموال التوفير المودعة لديه والتي يمكن أن تطلب في أي وقت والواقع أن البنك حتى في حالة عدم وجود هذه القيود فإنه يسعى أثناء ممارسة أعماله إلى التوفيق بين الهدفين الأساسيين التاليين وهما:²

- تحقيق إيرادات تزيد على الفوائد التي يمنحها البنك على ودائع الأفراد لديه حتى يستطيع تغطية كل مصروفاته المتنوعة وتحقيقه ربحاً (الربحية).
- تقليل المخاطر التي يتعرض لها نتيجة الإقراض، ونتيجة إلزامه بالإستجابة لطلبات السحب من المودعين (السيولة).

2- البنك المركزي:

إن البنك المركزي هو هيئة مستقلة متكاملة تقوم بوظائف متميزة ومتطورة وأصبحت شيئاً أساسياً في الإقتصاد وعالم النقد والائتمان.³

كذلك يشكل البنك المركزي الأداة الرئيسية التي تتدخل بها الدولة للتأثير في السياسة الاقتصادية وبوجه خاص في السياسة النقدية والائتمانية.

فالبنك المركزي هو وكيل للحكومة التي لديها سياسات عامة مهمة تراقب بها العمليات المختلفة في النظام المالي وأيضاً تتحكم بالنمو في عرض وطلب النقود.⁴

ومع التطور المستمر للأعمال والقطاع المالي داخل البلاد ازدادت الأهمية للبنك المركزي كمنظم ومراقب وموجه للنظام النقدي والبنكي ككل.

وتتمحور أعمال البنك المركزي في الوظائف التالية:

- إصدار النقود:

¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، عمان، دار أسامة، 2007، ص 69.

² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، عمان، مؤسسة الوراق، 2004، ص ص 954، 955.

³ - زياد رمضان، الإتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان 2003، ص 173.

⁴ - Petet Rose S, Money and capital markets, 8th edition, McGraw-Hill, 2003, p 356.

تمثل أقدم وظيفة للبنك المركزي والسبب الرئيسي في ظهور البنوك المركزية، وتقوم هذه المؤسسة بإصدار النقد تبعاً للحاجات الاقتصادية للدولة وبما يخدم هدف الحفاظ على استقرار قيمة العملة المصدرة والحفاظ على مستويات الأسعار.

- العمل كبنك للحكومة:

حيث يعمل البنك المركزي كبنك للحكومة والمؤسسات العامة ووكيل مالي لها وإلى تقديم المشورة للحكومة في رسم السياسة المالية والاقتصادية للدولة، واتخاذ التدابير المناسبة لمعالجة المشكلات الاقتصادية بالتعاون مع بقية الأجهزة الحكومية الأخرى.¹

- العمل كبنك البنوك:

تحتاج البنوك إلى بنك مركزي خاصة وأن السوق النقدية مثلها مثل أية سوق للسلع أو الخدمات تحتاج إلى جهة ذات خبرة خارجية، حيث يعمل البنك المركزي على تنظيم ومراقبة حركة البنوك وتقديم الحماية والمساعدة (إعادة التمويل) عند حدوث المشاكل المالية المختلفة.

كما يمنع البنك المركزي البنوك من تجاوز أعمالها أو الدخول في أعمال ذات مخاطر عالية من خلال عمليات الرقابة، لذلك نجد أن للبنك المركزي الحق في منح تراخيص للبنوك التجارية والاستثمارية والمتخصصة وإلغاء تراخيصها إذا ما خالفت القوانين أو إذا ما هددت سلامة الجهاز البنكي.

- المراقبة والسيطرة على عرض النقود:

يعمل البنك المركزي على التحكم في معدل النمو النقدي وذلك من أجل التأثير على إجمالي الناتج الداخلي الخام، خاصة وأن التغير في عرض النقود من شأنه أن يؤثر على مجمل الأنشطة الاقتصادية. كذلك يولي البنك المركزي العناية والانتباه إلى كيفية السماح للنقود والإئتمان بالنمو وذلك شريطة الابتعاد عن التضخم.

- الملجأ الأخير للإقتراض:

إن دور البنك المركزي كمقترض أخير للمؤسسات داخل الجهاز البنكي، يعد دوراً حيويًا وهاماً في إيجاد رؤوس أموال سائلة عند الإحتياج إليها في أوضاع مالية معينة.

- إصلاح وتطوير ميكانيكية الدفع:

لكل مؤسسة قرض حساب على مستوى البنك المركزي، وتسوى العمليات البنكية من خلال تحويلات من حساب إلى حساب في البنك المركزي.

وتساهم أنظمة الدفع في تيسير عملية التحويلات من حساب إلى حساب في البنك المركزي، كما أن تحديث أنظمة الدفع من شأنه أن يؤدي إلى تحسين الخدمات البنكية على مستوى مؤسسات الإقتراض ولصالح الزبائن وإلى تحسين قنوات إنتقال آثار السياسة النقدية.

¹ - أكرم حداد ومشهور هذلول، النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري)، طر، دار وائل للنشر، عمان 2008، ص 143.

فقد أدى مجيء اليورو في 1999 إلى التفكير في إصدار أنظمة تبادل وتسوية للعمليات ما بين البنوك داخل منطقة اليورو، والتي تمثلت في نظام المدفوعات المسمى بنظام الدفع الضامن تحويل السيولات من مشارك إلى آخر في منطقة اليورو.

وهذا النظام عبارة عن نظام التسوية الإجمالي في وقت حقيقي نخصص للمدفوعات باليورو، مدار من البنك المركزي الأوروبي.

ويسمح مثل هذا النظام بالتسويات شبه الفورية (التسويات الوطنية وحتى التسويات عابرة الحدود)، مهياً أساساً للعمليات البنكية (يستعمل أيضاً من متعاملين غير بنكيين) ولديه بنية موزعة تشتمل 15 (خمس عشرة) نظام وطني للتسويات، متصلة مع بعضها البعض في وسط أرضية مشتركة، بحيث تعالج التسديدات عابرة الحدود.¹

أي أن النظام يساهم في تكامل الأسواق البنكية داخل منطقة الأورو حتى تظهر كسوق بنكية واحدة. وقد كان إنشاء نظام الدفع المذكور أعلاه كاستجابة للأهداف الثلاثة التالية:²

- تسهيل تكامل سوق ما بين البنوك باليورو.
 - تحسين كفاءة التسديدات باليورو.
 - إقتراح ميكانيزمات موثوقة ومؤمنة، لتسوية التسديدات وفق أنظمة ذات مبالغ كبيرة وبتسوية إجمالية من أجل تقليص حجم المخاطر.
- ويعمل النظام من الساعة السابعة صباحاً إلى الساعة السادسة مساءً، وإلى غاية الساعة الخامسة مساءً تعالج العمليات مع الزبائن، وذلك من أجل ترك وقت كافٍ لتعديل خزائن ما بين البنوك في نهاية اليوم قبل إغلاق النظام.

وإذا جئنا إلى كيفية المعالجة في النظام، فإن البنوك المساهمة ترسل أمر تسديد باليورو لنظامها الخاص (نظام الدفع) مستعملة صيغة الرسالة المألوفة لديهم، ونظام الدفع الأوروبي مكلف بالباقي، ويستلم المستفيد أمر الدفع في صيغته الوطنية الخاصة.³

وكما في كل نظام تسوية إجمالي في وقت حقيقي فإن التسديد وفق نظام الدفع الأوروبي يكون:

- تنفيذه في وقت حقيقي.
 - نهائي، حالما تكون الأموال مقترضة في حساب البنك المستفيد.
 - معالجته بشكل فردي (ضمن تسوية إجمالية).
- والجهة النهائية للقرار على كل أنشطة نظام الدفع الأوروبي، الداخلية والخارجية هي مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي.

¹ - Roland portait et patrice poncet, finance de marché (instruments de base, produits dérivés, portefeuilles et risques), 2^{ème} édition, DALLOZ paris, 2009, p 107.

² - Catherine karyotis, les systèmes de règlement-livraison de titres européens, 2^{ème} édition, Revue banque édition, paris, 2003, p 94.

³ - RegisBouyala, le monde des paiements, revue banque édition, paris, 2005, p 105.

ثانياً- الوسطاء في السوق النقدية:

تشكل الوسطاء عناصر مهمة في السوق النقدية، فهم الذين يديمون الإتصال بزبائن المصارف و يعرفون بواسطة الإتصالات الهاتفية إحتياجات وفوائض السيولة. وعلى هذا تكون لديهم القدرة كل صباح على الجمع بين الطلبات والعروض الصادرة وهم يعقدون بعد الإتصال بغيرهم من الوسطاء أو ببيوت إعادة الخصم عمليات الإقراض والإقتراض.¹ أي أن الوسطاء في السوق النقدية لا يمارسون أية عملية لحسابهم الخاص، وقدرتهم على التدخل محصورة بمقدار ما يتوفر لديهم من عروض للإستجابة على الطلبات.

1- السماسرة:

وهم الوسطاء بالمعنى البسيط الذين لا يشترون ولا يبيعون لحسابهم أي ملفات في السوق النقدية، ويتلقون عمولة فقط على جمعهم المؤسسات العارضة للنقود المركزية مع المؤسسات الطالبة لها دون أن يظهروا على أنهم أجزاء مقابلة في العملية، وفي بلدنا الجزائر دور السماسر في السوق النقدية يمارس من طرف البنك المركزي.² بالإضافة إلى أن معظم السماسرة يقدمون المشورة لعملائهم عن الإستثمار، فالمستثمر الفرد لا يستطيع أن يبيع ويشترى مثلاً الأوراق المالية في السوق بدون سمسار، ووجود سماسرة قائمين على شراء وإعادة بيع الأوراق المالية يمكن من إيجاد سوق ثانوية وافرة السيولة.

2- الصناديق المشتركة في السوق النقدية:

وتقوم هذه المؤسسات ببيع اسهما تصدرها للحصول على الموارد المالية، ثم تقوم بإستخدام هذه الموارد المالية في شراء مجموعة متنوعة من الأوراق المالية من السوق النقدية والتي تتميز بالأمان والسيولة، وتستخدم الفوائد التي تحصل عليها من هذه الأوراق المالية في دفع العائد إلى حاملي الأسهم.³

ونظراً لأن أصولها آمنة وتتمتع بالسيولة، فإن الفائدة التي يتم تلقيها على الحصص في صناديق السوق النقدية تكون كافية بصفة عامة لأن تمتص أي خسائر في القيمة الرأسمالية، ومن ثم فإن الشخص الذي يودع مثلاً ألف دولار أمريكي في صندوق السوق النقدية، يمكن أن يكون متأكد أنه يمتلك على الأقل ألف دولار في هذا الحساب.⁴

ومردود التوظيفات في الصناديق (في أوراق السوق النقدية) إستقطب بالدرجة الأولى، الأفراد نظراً لكونه شديد السيولة، كذلك جذبت رؤوس الأموال المشتركة الشركات، إذ أن دوائر التوظيف داخل

¹ - بيار برجة، السوق النقدية، ترجمة علي مقلد، منشورات عويدات بيروت، باريس، ط1، 1978، ص 30.

² - Ammour Benhalima, pratique des techniques bancaires, opcit, p 45.

³ - محمود يونس وكمال أمين الوصال، مرجع سابق، ص 106.

⁴ - توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك والإقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، دار المريح للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2002، ص ص 62، 63.

البنوك تقوم بعرض الاستثمار برؤوس الأموال المشتركة هذه على زبائنهم، لأنها توفر دخلاً أعلى من ذلك الذي توفره شهادات الإيداع لمدة أشهر، أو سندات الخزينة القصيرة الأجل.

وتجدر الإشارة إلى أن الرأسمال المشترك يتشكل بمبادرة مشتركة من شركة تجارية مكلفة بإدارته ومن شخصية معنوية مودعة للأصول، وعدد الحصص التي يتوزع عليها الرأسمال المشترك للتوظيف يرتفع أو ينخفض عبر إكتتابات جديدة أو عمليات شراء لحصص كان قد أكتتب بها سابقاً، وكل حصة من الصناديق تمثل جزءاً من الأصل الصافي.¹

وبالتالي يمكن القول أن قيام الصناديق بإصدار أدوات توظيف للأموال (قابلة للتقسيم إلى حصص) وتحظى بمعدلات الفائدة السائدة في السوق النقدية، أصبحت هذه المؤسسات التي لا تخضع للقوانين والتنظيمات التي تحكم البنوك، تنافس هذه الأخيرة في جمعها للسيولات.

3- بيوت إعادة الخصم:

عبارة عن بنوك أو مؤسسات مالية، يعتمد نشاطها على شراء وإعادة بيع الأوراق المتداولة في السوق النقدية مقابل النقد المركزي ولا تستطيع قبول ودائع الجمهور إلا في حدود ضيقة، ومهمتها الأساسية الوساطة بين البنوك والبنك المركزي في أغلب تدخلات هذا الأخير.

4- بيوت القبول:

وهي مؤسسات نقدية وظيفتها ضمان دفع المبالغ النقدية على الأوراق المالية من خلال التوقيع عليها بقبول دفع قيمتها وقت استحقاقها، فيكون دور هذه المؤسسات هو منح التوقيع لضمان الورقة المالية دون منح الأموال. وهذا يزيد من قيمة الورقة المالية المقبولة لدى هذه المؤسسات، وتحصل بيوت القبول على عمولة مناسبة لقاء ذلك التوقيع.²

المبحث الثاني: خصائص السوق النقدية.

إن السوق النقدية كغيرها من الأسواق المالية تتمتع بمجموعة من الخصائص، وتهدف إلى تحقيق أهداف المستثمرين.

المطلب الأول: أهداف المستثمرين في السوق النقدية

إن العمليات المالية التي تتم في السوق النقدية نوعان: عمليات تتحقق في سوق ما بين البنوك وعمليات تتحقق في سوق الأصول المالية الخاصة بالحقوق القابلة للتداول وهذه الأخيرة تتسع في العادة لكل الأعوان الاقتصادية.

¹ - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، ج2، ط1، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003، ص ص 43، 44.

² - عبد الله الطاهر وموفق علي الخليل، النقد والبنوك والمؤسسات المالية، ط1، مركز يزيد الكرد للنشر، الأردن، 2006، ص ص 368، 369.

وتكون تلك العمليات في شكل مبادلة السيولة بين البنوك والهيئات، مقابل سندات أو أوراق مقبولة التداول في السوق النقدية، ولهذه العمليات أهداف محددة وتتم وفق أنماط معينة.¹

ويمكن التذكير في البداية أن النقود المتداولة نوعان: نقود تصدر من طرف البنك المركزي باعتباره السلطة النقدية ونقود كتابية تخلق من طرف البنوك التجارية من خلال منح القروض واستعمال الصكوك البنكية.

أي لتسهيل عمليات الدفع ما بين البنوك وتسوية الديون وتوفير الأموال الضرورية للاقتصاد يتعين جعل لكل بنك تجاري حساب لدى البنك المركزي يسجل في جانبه الدائن والمدين لكل زبائن البنك.

ويتوجب أن لا يكون هذا الحساب دائنا لأن تلك الأصول -النقود المركزية- تكون بدون فوائد في الغالب لدى البنك المركزي، كما يتوجب أن لا يكون مدينا لأن وضعية البنك التجاري تصبح مهددة بالتوقف عن التسديد، ومن ثمة البنك مجبر على زيادة استخداماته بفائدة أكبر عندما يتوقع أن حسابه سيصبح دائنا أو الحصول على السيولة اللازمة عندما يتوقع أيضا أن حسابه سيكون مدينا.

ويهدف المستثمرون في السوق النقدية إلى البحث بشكل رئيسي على الأمان والسيولة إضافة إلى فرصة كسب بعض عوائد الفائدة.

وهذا لأن الأموال المستثمرة في السوق النقدية تمثل في الغالب الفوائض النقدية المؤقتة والتي عادة ما تكون مطلوبة في المستقبل القريب لمقابلة رسوم إجبارية أو تغطية تكلفة الأجور والرواتب أو دفع حصص أرباح أصحاب الأسهم.. إلخ.

لهذا السبب المستثمرون في السوق النقدية حساسون (سريعي التأثر) بالخطر. فالمخاطرة في السوق النقدية إذا ما قيست بغيرها في الأسواق الأخرى لوجدناها منخفضة ويرجع ذلك إلى أن غالبية آجال الاستحقاق لا تزيد عن السنة الواحدة مما يعني بقاء الظروف في الحالة الطبيعية مستقرة حتى ولو حدث تغير مفاجئ فلن يكون أثره كبير، وما دام الجهة المصدرة غالبا ما تكون ذات سمعة طيبة ومركز ائتماني جيد وثقة مطلقة، ولا يتوقع المتعامل تغيرا كبيرا ومثال على ذلك المؤسسات الحكومية.²

¹ - Catherine caballero, le marche monétaire, édition DOLLOZ, Gestion pratique, 1989, p 33.

² - ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، ط1، عمان 1999، ص 177.

المطلب الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار

يواجه المستثمرون في الأسواق المالية جملة من المخاطر وهي:

الفرع الأول: خطر الفائدة.

بداية كل الأوراق المالية التي تتضمن أدوات السوق النقدية تحمل خطر السوق والذي يسمى أحيانا بخطر معدل الفائدة والذي يؤثر على أسعار تلك الأوراق.

ففي حال ارتفاع معدل الفائدة، فإن سعر السند ينخفض، وهذا الخطر يلامس ماديا ذلك السند، فإذا كانت الشركة المستثمرة تمتلك لسندات مدونة في موجودات الميزانية، فإن سعر هذه السندات سوف ينخفض على إثر أي ارتفاع لمعدلات الفائدة، وينعكس ذلك إحتماليا، بنقص في قيمة المبيعات من السندات¹، كذلك تتأثر سندات وأذون الخزينة بارتفاع معدلات الفائدة وذلك بإنخفاض قيمة هذه الأوراق.

الفرع الثاني: مخاطر إعادة الاستثمار:

الحالة السابقة لخطر ارتفاع معدل الفائدة تقود المستثمرين إلى خطر إعادة الاستثمار، فإذا كانت السندات طويلة الأجل تتعرض لمخاطر سعر فائدة أعلى فإن السندات قصيرة الأجل تواجه بما يسمى بمخاطر إعادة الإستثمار.

وتحدث تلك المخاطر نتيجة إنخفاض سعر الفائدة مما يؤدي إلى الحصول على دخل أقل من السندات قصيرة الأجل حينما يحل أجل إستحقاقها، حيث تتم إعادة إستثمار الأرصدة المستردة أي المتحصل عليها من تلك السندات بسعر فائدة أقل. وعلى هذا فإن إنخفاض سعر الفائدة يعني إعادة الأستثمار عن معدل فائدة منخفض، ومن ثمة يفضي إلى الحصول على دخل فائدة منخفض، ويمكن القول أيضا أن السندات الحكومية تحمل مخاطر إعادة الإستثمار.

الفرع الثالث: مخاطر عدم السداد:

تشير مخاطر عدم السداد إلى إمكانية عدم سداد الفوائد وأصل السند من طرف مصدره عندما يحل أجل سداد السند.

¹ - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، ج1، ط1، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003، ص 305.

الفرع الرابع: مخاطر التضخم (خطر القدرة الشرائية):

يواجه المقرضون للأموال إمكانية ارتفاع مستوى الأسعار لكل السلع والخدمات المباعة في الاقتصاد، الأمر الذي سيخفض من القدرة الشرائية لدخلهم، وبشكل أدق يؤدي خطر التضخم إلى تراجع القدرة الشرائية لعوائد المستثمرين من القروض والسندات.

الفرع الخامس: مخاطر العملة (خطر سعر الصرف):

يمكن تعريف خطر سعر الصرف بأنه الخسارة المحتملة الحدوث نتيجة تباين وتغير سعر الصرف بين العملات الأجنبية المختلفة وبين العملة الوطنية، وينجم عن عمليات التغير في أسعار الصرف تحقيق أرباح أو خسائر. ومثال عن الخسارة المحتملة التي تنتج عن تغيرات غير مرغوبة في قيمة العملات الأجنبية، قيام مستثمر أمريكي بشراء سندات خزينة بريطانية في السوق النقدية بلندن، فيمكن أن ينخفض العائد من هذه السندات نتيجة انخفاض قيمة العملة البريطانية (البوند) بالمقارنة مع الدولار خلال مدة الاستثمار.

المطلب الثالث : مزايا السوق النقدية :

تمثل السوق النقدية سوقا كأية سوق أخرى ، لكنها تختلف عن الأسواق الأخرى من النواحي التالية:

- تعتبر السوق النقدية سوق جملة، لكون المتعاملين فيها ذوي حجم كبير، ويعملون عادة لحساب مؤسسات كبيرة، ويتمتعون بخبرات ومهارات عالية، فالمتعاملون في السوق النقدية هم خاصة المؤسسات النقدية والمالية : البنك المركزي ، البنوك التجارية ، شركات التأمين باعتبارها وسيطة بين الأفراد والمشاريع والحكومة، يتلقون الفوائض المالية ويمولون بها الوحدات ذات العجز في الموارد.¹
- درجة المخاطرة : إذا ما قيسَت المخاطرة في السوق النقدية بغيرها في الأسواق الأخرى لوجدناها منخفضة ، ويرجع ذلك إلى أن غالبية أجال الاستحقاق لا تزيد عن السنة الواحدة ، مما يعني بقاء الظروف في الحالة الطبيعية مستقرة حتى ولو حدث تغير مفاجئ فلن يكون أثره كبيرا، وما دام الجهة المصدرة غالبا ما تكون ذات سمعة طيبة ومركز إنتمائي جيد وثقة مطلقة ولا يتوقع التعامل تغيرا كبيرا ومثال على ذلك المؤسسات الحكومية.²

¹ - السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، ط1 ، دار الفكر للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2010 ، ص121.

² - ناظم محمد فوزي الشمري وآخرون ، مرجع سابق ، ص177.

- السوق النقدية غير مجسدة ماديا حيث لا تنتم الصفقات على مستواها في مكان محدد ، كما تدخل العمليات في علاقة مع بعضها البعض على مجال استخدام الهاتف أو الفاكس وغيرها من وسائل الاتصال .
- من الناحية الوظيفية : في حين تتناول الأسواق الأخرى مبادلة العناصر الحقيقية من سلع مختلفة بغرض الإشباع المباشر ، فإن المقابل في السوق النقدية هو النقود ، فتعرض النقود أو تطلب مقابل الائتمان بغرض الإشباع غير المباشر.¹
- السوق النقدية هي سوق رؤوس الأموال لأجل قصير ومتوسط ، تتكون من السوق فيما بين البنوك مخصصة للبنوك ، وسوق الأصول المالية القابلة للتداول وهي مفتوحة لكل الوكلاء الاقتصاديين.²
- توفير السيولة : أي أن هذه السوق تتعلق بنوع خاص من الأصول ذو خاصية رئيسية يتمثل في سيولتها النسبية العالية . والسيولة تعني القدرة على التحول إلى نقود قانونية خلال مدة قصيرة وبأقل قدر ممكن من الخسارة أو الخطر.
- تتوفر السوق النقدية على عدد من الأسواق الفرعية ، يتخصص كل سوق منها في نوع من الأصول المالية ذات الأجل القصير كالكمبيالات وأذونات الخزينة وهذا حتى تصبح هذه السوق سوق متطورة.³
- يتم التفاوض على الأدوات المالية في السوق النقدية إما على أساس سعر الخصم أو على أساس سعر الفائدة حسب نوع الورقة المالية خاصة وأن سعر الفائدة يغير المؤشر الوحيد في السوق وثمان التوازن فيه . بالإضافة إلى أن سعر الفائدة على الأوراق المالية المتداولة يكون عادة منخفض.⁴
- ومن الخصائص السابقة يمكن القول أن السوق النقدية المتقدمة هي التي يكون فيها الجهاز البنكي منظما تنظيما محكما ، وتظهر في هذه السوق سيطرة وإدارة البنك المركزي ، وتواجد الأدوات المالية بصفة كافية فضلا عن توافر المؤسسات المالية وغير المالية .

المبحث الثالث: أقسام السوق النقدية

يهدف هذا المبحث إلى دراسة أقسام السوق النقدية ذات الأجل القصير والمتوسط، وتجدر الإشارة إلى أن السوق النقدية تتكون من قسمين أو أكثر، وذلك حسب البلد وتطور تلك السوق فيه،

¹ - السيد متولي عبد القادر ، مرجع سابق ، ص121.

² - GEORGES SAUVAGEOT , précis de Finance , édition NATHAN , paris , 1997 , p98.

³ - عادل أحمد حشيش ، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي ، مرجع سابق ، ص187.

⁴ - عبد الله الطاهر وموفق علي الخليل ، النقود والبنوك والمؤسسات المالية ، ط2 ، مركز يزيد الكرد للنشر ، الأردن ، 2006 ، ص363.

بالإضافة إلى مدى قدرة البلد في التحكم والسيطرة على تلك السوق من خلال الجانب التنظيمي والرقابي.¹

فنتوزع السوق النقدية في فرنسا بين سوقين فرعيين هما: السوق ما بين البنوك، وسوق سندات الدين القابلة للتداول.²

المطلب الأول: سوق ما بين البنوك (Le marche interbancaire)

توفر سوق ما بين البنوك إمكانية مبادلة فوائض أو عجوزات البنوك بالنقود المركزية.³ فهذه السوق المسماة بسوق النقود المركزية مهيأة لمؤسسات القرض وبعض المؤسسات المالية، أما الوكلاء الإقتصاديين غير الماليين ليس لهم مكان في هذه السوق.

الفرع الأول: تنظيم وإدارة سوق ما بين البنوك

تعمل سوق ما بين البنوك باستمرار (24 سا/24 سا)، في كل أيام العمل وتسوى العمليات فيها بالتراضي.⁴

وهذه السوق باعتبارها فرع من السوق النقدية تكون غير مجسدة أو مكرزة في مكان محدد، وتتم العمليات فيها كما ذكرنا سابقا بالهاتف والتلاكس أو أجهزة التصوير البرقي (télécopieur) بالإضافة إلى الوسائل الأخرى التي تستعمل في الوقت الحالي والتي تحمل مجموع التقنيات والخدمات التي تميز وسائل المعلوماتية بوسائل الإتصال كشبكة سويفت (sw.i.f.t).

أولا- المتعاملون في السوق:

يوجد صنفان من المتعاملين أو المتدخلين في سوق ما بين البنوك، من جهة المقرضين والمقرضين، ومن جهة أخرى الوسطاء الماليين.

1- المؤسسات المقبولة:

في قسم سوق ما بين البنوك يتم إعتداد مجموعة من المؤسسات من طرف البنك المركزي كمتعاملين أساسيين في السوق (OPM) ممثلين في مؤسسات القرض، ففي فرنسا مثلا تتمثل هذه المؤسسات في: البنوك، البنوك التعاونية، صناديق التوفير والإحتياط، المؤسسات المالية، المنشآت المالية المتخصصة، بما فيها بيوت الأوراق المالية.... إلخ.

¹ - جبار محفوظ، البورصة (ومواقعها من أسواق العمليات المالية)، ج1، ط1، دار هومة للطبع، الجزائر، 2002، ص 66.

² - وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، ط1، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت 2000، ص 231.

³ - frederic tenlon, les marchés des capitaux, édition de serit, paris 1997, p 03.

⁴ - Dominique Poincelot, les marchés de capitaux français, corlet imprimeur, France, 1998, p 43.

في هذه السوق البنك المركزي، والخزينة العمومية، والمصالح المالية للبريد، وصندوق الودائع والإيداعات.

وتجدر الإشارة إلى أن مؤسسات القرض تتدخل كمتعاملين عارضين وطالبيين للنقد، في نفس الوقت. أما المتدخلين في شكل عارضين (مقرضين) فهم المستثمرون التأسيسيون كشركات التأمين وصناديق المعاشات، وصندوق الضمان الاجتماعي.... إلخ.

وبالتالي توجد ثلاثة أصناف لوضعية المتدخلين في السوق البنكية (حالة فرنسا مثلا):
أ- مقرضون (عارضون) هيكلون (prêteurs structurels): عبارة عن المؤسسات التي تدير الكثير من الودائع، ومن ثمة تقوم بمنح القروض، مثال على ذلك: صندوق الإيداعات (بفضل ودائع صناديق الإدخار)، شركات التأمين، صناديق التقاعد... إلخ.

وتسمى هذه الهيئات بالمستثمرين التأسيسيين، حيث يشكلون جزء كبير من عرض الأموال.
ب- المقترضون الهيكلون (emprunteurs structurels): وهي الهيئات التي لا تستطيع أن تدير الودائع كـ بعض المؤسسات المالية، أو التي تدير القليل من الودائع مثل بنوك الأعمال السابقة أو البنوك الأجنبية.

ج- المؤسسات الأخرى: وتتمثل في البنوك التي تدير الودائع بشكل خاص، والتي تكون تارة مقرضة وتارة أخرى مقرضة، إلى جانب ذلك توجد بعض المؤسسات المالية التي تصدر شهادات إيداع قابلة للتداول (CDN)، لكن تقوم أيضا بتوظيف فوائض خزنتها في السوق البنكية.

2- وسطاء سوق ما بين البنوك:

نجد في سوق ما بين البنوك الفرنسية نوعين من الوسطاء:

أ- وكلاء سوق ما بين البنوك (AMI): عبارة عن سماسرة يقومون بدور الوسيط العادي وذلك بربط الإتصال بين المتعاقدين من المقرضين، دون ضمان حسن تنفيذ العملية¹، أي لا يحل الوكلاء (السماسرة) محل أصحاب رؤوس الأموال أنفسهم في أي من صفقات الإقراض التي ينظمونها، ويقتصر دورهم فقط على الوساطة بين المتدخلين عند حدود تأمين الإتصال بينهم.

وفي إنجاز العملية يتقاضى هؤلاء الوكلاء عمولة مقابل وساطتهم.

وتعد وساطة الوكلاء بديلا عن التعامل المباشر بين المقرضين والمقرضين نتيجة مساهمتهم في تسريع تنفيذ الصفقات.

كما يقومون منذ صبيحة إفتتاح السوق بإعطاء إنطباعات تقريبية لطلب وعرض السيولة، وأحدث المعلومات عن أسعار الفائدة من خلال وكالات الأنباء، مثل وكالة رويترز.

وبتقديم معلومات وافية ودقيقة من الوكلاء عبر شبكة المعلوماتية التي تساهم في التنظيم العام للسوق، يتم التوصل إلى أفضل الأسعار المتاحة في السوق.

¹ - Didier Bruneel, la monnaie, le revue banque editeur, paris, p 81.

ب- المتعاملون الأساسيون في السوق (OPM): مفاوضون من البنك المركزي، حيث يشكلون بيوت إعادة الخصم وبعض مؤسسات القرض.

وتعد مؤسسات القرض الأكثر أهمية فيما يتعلق بحجم العمليات المنفذة في السوق. وتعتبر بالنظر إلى مكانتها أكبر البنوك في الساحة. ويتدخل المتعاملون الأساسيون في السوق مثل السماسرة، إذ يقترضون أيضا الأموال لحسابهم الخاص من أجل إعادة إقراضها بمعدل أكبر.

ثانيا: سير وتسعير سوق ما بين البنوك:

تعمل سوق ما بين البنوك باستمرار وبالتراضي (de gré à gré)، حيث تدخل البنوك وكل المؤسسات المؤهلة في اتصال مع الوسطاء.

وهذه الأخيرة أي الوسطاء تضمن الصفقات النوعية إما من السماسرة العاديين وإما من صانعي السوق * (teneur du marché).

وبفعل السوق البنكية، البنك الذي يبحث عن نقود سيجد بسرعة المقابل لدى بنك آخر ذو فائض سيولة، من خلال سمسار أو بالتفاوض مباشرة مع إحدى صانعي السوق الذي من خلال وظيفته يباشر بالرضى إحتياجات المتدخلين بالإقراض أو الإقتراض من أمواله الخاصة¹.

ومن ثمة يساهم كل من السماسرة وصانعي السوق في ضمان سيولة السوق من خلال دورهم في ربط العلاقة بين المقرضين والمقترضين، المشتريين والبائعين للأوراق.

وهذه السوق مُسَعَّرَة (coté) باستمرار، حيث تعلن البنوك في كل لحظة من اليوم عن العروض أو الطلبات من رؤوس الأموال.

وعلى منوال الأسواق البنكية الكبيرة، تكون السوق البنكية نشطة في بداية الصبيحة وبعد الظهر.

فعند الإفتتاح، تتوقع البنوك وضعية خزينتها وتتدخل بشكل كثيف، فتقترح البنوك مجال من معدلات الإقراض والإقتراض، وإلا تسوى العمليات مباشرة لدى المتعاملين الأساسيين (OPM). والموجة الثانية من تدخل البنوك تسمح بتصفية وضعيتها في ظل رقابة حسابها لدى البنك المركزي، وهذا الأخير يكون نشط حين تسوية العمليات مع الزبائن خلال اليوم.

* عضو مؤثر في السوق، ويقصد بها البنك أو السمسار الذي يسعر العملات المختلفة بيعا أو شراء، سواء كانت أسعار فورية أو أسعار آجلة، كما يلتزم أمام العملاء بتوفير العملات المطلوبة بالأسعار المعلنة في معظم الأوقات.

¹ - Dominique Poincelot, opcit, p 43.

وبالرجوع لأهمية وقيمة حضورها في السوق البنكية، عدد من مؤسسات القرض يتم إعتماها من البنك المركزي كمتعاملين أساسيين في السوق.

فالمعاملون الرئيسيون في السوق ملزمون بعرض التسعيرات وإعلام البنك المركزي بطبيعة وحجم نشاطها، وبالمعدلات والآجال، وأنواع الأوراق المالية المستعملة... إلخ.

وبالتالي يمكن القول، رغم أن الصفقات البنكية لا تتم في مكان محدد، إلا أن إستعمال أنظمة الإتصال بين المتعاملين يسمح بالحصول في كل لحظة وبشكل فوري على المعلومات الكاملة حول الشروط المطبقة من متدخلين آخرين.

كما تعد سرعة تنفيذ العمليات أساسية لحسن سير السوق، وتوفر الثقة المتبادلة بين المتعاملين ضرورة.

الفرع الثاني: العمليات البنكية ومعدلات الفائدة

أولاً: العمليات البنكية

أثناء البحث إما عن توظيف وإما عن إعادة تمويل مرّن لمحفظّة أوراقها المالية توجد تحت تصرف خزائن البنوك والمؤسسات المالية الأخرى جملة من التقنيات داخل السوق البنكية.

حيث تتم عمليات الإقراض والإقتراض للسيولة في السوق البنكية إما مقابل سندات (supports) أو على بياض (أي بدون تقديم سندات كمقابل) وتعتمد الجهة المقرضة في ذلك على الثقة في المقرض.

1. عمليات الأمانة: وتكون هذه العمليات في شكل:

أ- إتفاقية إعادة الشراء:

أ-1- مفهومها: إتفاقيات إعادة الشراء عبارة عن إتفاق بين طرفين، على بيع أحد الطرفين أوراق مالية إلى الطرف الآخر مع وعد بإعادة شراء هذه الأوراق المالية بسعر محدد وفي ميعاد محدد في المستقبل¹.

وبالتالي فهي عبارة عن عمليات وضع بالأمانة لأوراق مالية لصالح المقرض لضمان هذا الأخير من خطر تعطل المقرض عن التسديد.

وقد كانت الأوراق المالية في نظام الأمانات تحفظ لدى المقرض في ملف بإسم المقرض، وعلى خلاف الأمانة البسيطة أصبح التنازل المؤقت للمستحقات في يد المقرض، أي إنتقال الأوراق من

¹ - نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، الناشر قسم إدارة الأعمال، 2007، ص 59.

المقترض إلى المقرض لتصبح الأوراق في حوزة هذا الأخير خلال مدة القرض، مع إلزام المقترض بإعادة شراء الأوراق المالية (الضمان) في نهاية مدة القرض.

وهناك إتفاقات إعادة الشراء العكسية، يشترى فيها المتعامل أوراقا مالية من العميل، وفي الوقت نفسه يتعهد بإعادة بيعها إليه بسعر محدد متفق عليه وميعاد محدد في المستقبل¹. ومن الواضح أنه في أي صفقة بيع وإعادة شراء بين طرفين، يعقد أحدهما صفقة بيع وإعادة شراء عادية من خلال بيع نوع محدد من الأوراق المالية لعقد صفقة إعادة شراء لاحقة، في حين يعقد الطرف الآخر صفقة عكسية. ومن ثمة تعد إتفاقيات البيع وإعادة الشراء العادية والعكسية بمثابة وجهين متقابلين لصفقة واحدة.

وبمقتضى إتفاقيات إعادة الشراء بإمكان التاجر التوجه إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الإتفاقيات، ليبرم له إتفاقا مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرص لنوظيف أو إقراض أموالهم الفائضة.

والتسمية الشائعة لهذه الإتفاقيات في السوق البنكية هي الريبو (Repo)، وهي بمثابة قروض مضمونة، وعنصر الضمان فيها يتمثل بالورقة المالية موضوع العقد، وهي إما سندات حكومية أو أدونات خزينة، وإما أوراق مالية مدعومة برهونات عقارية، أوراق مالية مدعومة بالموجودات. ويعبر سعر البيع في هذه الأداة عن قيمة القرض، ويمثل سعر إعادة الشراء قيمة القرض والفائدة بشكل ضمني.

وتعد إتفاقية إعادة الشراء من الأدوات الجذابة من وجهة نظر الزبون (المقرض) لتوفر عنصر الضمان والأجل القصير.

وهناك نوعين من إتفاقية الريبو الأكثر شيوعا (Repo)، فإما يكون الإقتراض لليلة واحدة (over night)، أو لعدة أيام قليلة وعلى الأكثر لمدة أسبوعين².

ويسمى النوع الأول بالريبو ليوم واحد (over night Repo)، وبالثاني يسمى بالريبو ذو الأجل (term Repo) كون إستحقاقا لإتفاقية يكون لأكثر من يوم واحد، ومن ثمة تتراوح فترات تسديد هذين النوعين عادة ما بين يوم واحد وأسبوعين.

أ-2- تسليم الضمانة (الورقة المالية):

هناك طرق لتسليم الضمانة موضوع الاتفاق بين البائع والمشتري، ومن بينها نذكر:

- عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين وذلك عن طريق شراء أدونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جداً، على أن يوافق البنك المعني على إعادة شراء هذه الأدونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشتري لها.

¹ - برايان كويل، أسواق المال، قسم الترجمة بدار الفاروق، الناشر دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2005، ص 109.

² - عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، ط1، دار وائل للنشر، عمان 2001، ص 42.

وبذلك يمكن للبنك أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة¹.

- أن يقوم الوصي الذي يتمثل في بنك المقاصة بفتح حساب لهذا الغرض لحفاظ الضمانة (الورقة المالية) لصالح الزبون (المقرض)، وعند انتهاء أجل الاتفاقية تعاد الضمانة إلى البائع بعد تسديد السعر المتفق عليه، ولغرض تسهيل عملية التسليم يتم التحويل مباشرة لحساب البائع². وهذه الطريقة في التسليم تمكن البائع بعقد اتفاقية أخرى وبأجل استحقاق مختلف، فقد يعقد البائع وليكن أحد التجار الكبار مع الزبون السابق ذكره اتفاقية ريبو ليوم واحد، وفي نفس الوقت يعقد اتفاقية لأجل (10 أيام مثلاً) مع زبون آخر، مع بقاء الضمانة لدى الوصي.

أ3- محددات معدل الريبو:

هناك مجموعتان من العوامل المحددة لمعدل الريبو (معدل الفائدة على الاتفاقية):

- متطلبات التسليم: فإذا كان التسليم مباشراً يكون معدل الريبو منخفضاً، ويرتفع هذا المعدل عندما يفتح حساب الوصي للضمانة، وذلك لإحتمال استخدام البائع الضمانة لأكثر من عقد ومن ثمة ترتفع المخاطر³.
- ينخفض ويرتفع المعدل حسب نوعية الضمانة، فينخفض مثلاً المعدل كلما كانت الضمانة ذات نوعية وسيولة عالية مثلاً في حالة الأوراق المالية الحكومية.
- مدة الاتفاقية، فكلما طالت المدة إرتفع المعدل والعكس صحيح.
- معدل الفائدة السائد في السوق البنكية.

ويكون معدل العائد على إتفاقيات إعادة الشراء كالتالي:

$$\text{العائد السنوي لإتفاقية إعادة الشراء} = \left(\frac{\text{سعر إعادة الشراء} - \text{سعر البيع}}{\text{سعر البيع}} \right) * \frac{360}{\text{أجل الإستحقاق}}$$

أ4- إدارة المخاطر الائتمانية في الاتفاقية:

قد يتعرض المقرض (مشتري الأوراق المالية) بشكل خاص إلى مخاطر احتمالات فشل البائع في إعادة شراء تلك الأوراق. وتزداد هذه المخاطر عندما تنخفض قيمة الأوراق المالية المقدمة كضمان على القرض في أثناء مدة سريان الاتفاقية.

¹ - هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 149.

² - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 75.

³ - نفس المرجع نفس الصفحة.

ومن بين هذه الوسائل لإدارة هذه المخاطر نذكر:

- يلتزم المقرض بتقديم أوراق مالية كضمان على القرض، حيث تزيد القيمة السوقية لهذه الأوراق عن قيمة القرض، والفرق بين القيمتين يسمى بالهامش.
- في حين إذا إنخفضت قيمة الأوراق المالية إلى الحد الذي تكون القيمة السوقية أقل من قيمة القرض، يتعين هنا على المقرض أن يقدم أوراقا مالية إضافية تكون قيمتها السوقية كافية لتعويض نسبة العجز (الإنخفاض)، ويشار إلى الأوراق المالية الإضافية المقدمة كهامش على القرض بالهامش الإضافي.¹

وتجدر الإشارة أن حجم الهامش يتوقف أيضا على:

- نوعية الضمانة، فكلما كانت الأوراق المالية المقدمة كضمان ذات جدارة إئتمانية عالية كالأوراق الحكومية إنخفض الهامش.
 - المدة المتبقية من سريان الإتفاقية حتى تاريخ الإستحقاق: حيث يتميز سعر الأوراق المالية التي قاربت على الإستحقاق بالإستقرار، وهذا عكس الأوراق التي لا تزال تتبقى فترة أطول على إستحقاقها.
 - مدة سريان الإتفاقية: كما في حالة معدل الريبو، فإن حجم الهامش قد يختلف باختلاف مدة صفقة البيع وإعادة الشراء، فكلما زادت المدة إرتفع الهامش والعكس صحيح.
 - إعتداد أسلوب إعادة تسعير الإتفاقية بمقدار نسبة الهامش.²
- فعلى سبيل المثال إنشاء إتفاقية Repo بقيمة 19.5 مليون دولار، وعند إنخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية (الضمانة) من 20.00 مليون دولار إلى 19.8 مليون دولار، الأمر الذي يؤدي إلى إنخفاض قيمة الإتفاقية بنسبة 2% وفق هذا الأسلوب، أي إنخفاض الإتفاقية من 19.5 مليون دولار إلى 19.3 مليون دولار، ويقوم المقرض (البائع) بإرسال مبلغ 300 ألف دولار إلى المقرض (الزبون) لتعويض قيمة الإنخفاض.

5- مزايا إتفاقيات إعادة الشراء:

تمثل إتفاقيات الريبو أكبر مجالات السوق البنكية بالنظر إلى الدور الذي تلعبه سواء على مستوى المقرض أو المقرض.

والجدول التالي يوضح تلك المزايا.

¹ - برايان كويل، مرجع سابق، ص 99.

² - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 77.

جدول رقم (1): مزايا صفقات البيع وإعادة الشراء

بالنسبة للمقرض	بالنسبة للمقترض
توفر درجة مقبولة من التوازن بين المخاطر الائتمانية والعوائد	يتكبد تكلفة منخفضة في إجراء الصفقة
تقدم له ضمانا من الدرجة الأولى تحدد قيمته يوميا حسب القيمة السوقية لتغطية قيمة القرض	يمكنه إسترداد الضمانات الزائدة
تتشابه صفقات البيع وإعادة الشراء المفتوحة في الكثير من سماتها مع الوديعة عند الطلب	يمكنه أن يتحسن مركزه المالي في أي وقت
يمكنه الحصول على ضمان من نوع خاص، أي أنواع أو إصدارات من الأوراق المالية.	يمكن إحلال الضمانات المقدمة على القرض بأخرى في أثناء مدة سريان الصفقة.

المصدر: برايان كويل، مرجع سابق، ص ص 112، 113.

بالإضافة إلى ذلك انتقلت اتفاقيات البيع وإعادة الشراء داخل السوق البنكية من مجرد أداة للاقتراض قصيرة الأجل بتكلفة أقل إلى أداة مالية قابلة للتداول ومحقة للأرباح. فيمكن تحقيق ربح من خلال هذه الوسيلة، بتنفيذ الصفقات بفترات سريان متطابقة، وذلك باستغلال صفقات البيع وإعادة الشراء التقليدية في الاقتراض بسعر محدد، و صفقات البيع وإعادة الشراء العكسية للإقتراض بسعر أعلى، ومن ثمة تحقيق ربح من الفرق بين سعري الإقراض والاقتراض. ويمكن توضيح هذا الكلام من المثال التالي:

أنشأ بنك اتفاقية ريبو (كبايع للأوراق المالية) مع إحدى المؤسسات المالية في السوق البنكية مدتها 14 يوم وبمعدل 6.5%.

وفي نفس الوقت أنشأ البنك اتفاقية معكوس الريبو (كمشتري) مع مؤسسة مالية أخرى وب نفس الاستحقاق ولكن بمعدل 6.55%.

وفي هذه الحالة يحقق البنك فرقا بمقدار 0.05% في شكل ربح.

ومثل هذه الاتفاقيات تستخدم أيضا من طرف البنك المركزي، كجزء من الإشراف والرقابة على السياسة النقدية، ومن ثمة المحافظة على استقرار السوق النقدية.

2-عمليات الشراء والبيع النهائية:

وهذه العملية يمكن أن تشكل موضوع تنازل تام (نهائي) للأوراق المالية، وفي هذه الحالة يتم شراؤها بشكل قطعي وتام من طرف الجهة المقرضة.¹ فبالنسبة للمقرض الحصول على النقد المركزي يعد نهائيا، وبالنسبة للمقرض المدة وتسديد قرضه مرتبط بطول مدة الورقة المالية المشتراة وبنوعية المستحقات، فعمليا عدم التمييز بين المستحقات يجعل المقرض الضامن الوحيد للتسديد، والذي من المفترض أن يكون بعيد عن أي التزام تجاه المشتري (المقرض).

وفي تاريخ الاستحقاق، المقرض يسدد لصالحه مباشرة لدى مصدر (L'émetteur) الورقة.

3 - العمليات على بياض:

تمثل عمليات الإقراض والإقتراض من السيولة بدون ضمانات، أي بدون إصدار أو تنازل سواء نهائي أو مؤقت عن الأوراق المالية من مستحقات ضامنة من الخطر المقابل. وتعني التحويلات البسيطة سواء الدائنة والمدينة بين المؤسسات المالية 'بما فيها البنوك' في حسابات البنك المركزي. هذا النوع من العمليات سوف يحمل مؤسسات القرض خطر مقابل، وحتى تقلص من هذا الخطر تحدد البنوك سقف حسب المقرضين.

وتمثل سوق العمليات على بياض يوم ليوم* (لمدة 24 سا) في نفس الوقت خاصية هامة لمبادلة السيولات، وتعديل خزائن المتعاملين في السوق.²

وتستوجب هذه العمليات من جهة المقرض وجود ثقة كبيرة في ملاءة المقرض، وتحرم المقرض من إمكانية إعادة التمويل في ظل غياب مستحقات مجسدة في شكل أوراق مالية. وتجدر الإشارة أن الإتصال بين المقرضين والمقرضين (سواء كانوا بنوك أو مؤسسات مالية) يكون مباشر بينهم، أو بواسطة سماسرة متخصصين في هذا النوع من القروض، أو من خلال وساطة البنك المركزي في حالة قرض فائض الإحتياطي الإلزامي.

4-قرض فائض الإحتياطي الإلزامي:

وهي قروض يتم عقدها بين البنوك التجارية، حيث تقوم البنوك التجارية التي يتجمع لديها فائض الإحتياطي القانوني بإقراض البنوك التي تعاني من عجز فيه.

¹ - MICHELLE de Mourgues, la mannaie.(système financier et théorie monétaire), 2ème édition, édition economica, paris, 1990 p 200.

* - تدفع المبالغ يوم إبرام الصفقة وترد اليوم المفتوح الموالي.

² - PASCAL GAUDRON et Sylvie LECARPENTIER-MOYAL, Economie monétaire et Financière, 4ème édition, édition economica, paris, 2006, p 193.

وهذه الأموال التي تقرضها الأولى ذات الفائض للثانية التي تعاني من عجز، لا تعد أوراقا بالمعنى المفهوم ذلك أنها تمثل تعهد غير مكتوب يضمنه البنك المركزي -المسؤول عن إدارة الاحتياطي- يلتزم بموجبه البنك المقرض برد الأموال التي إقترضها إلى البنك المقرض مع الفائدة المستحقة، وهذه الفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب.¹

وهذه القروض تكون لمدة يوم واحد لذلك تسمى بالقروض لليلة واحدة أو يوم واحد مع إمكانية تجديد مدتها يوما بعد يوم لاستخدامها في عدة أوجه مختلفة للاستثمار وهذا بعد طلب تمديد فترة القرض يوما بيوماً.

ومن ثمة فإن البنك المركزي لا يقوم بتقديم أو منح هذا النوع من القروض للبنوك، وإنما يؤدي البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك من خلال أرصدها لديه. ويتم الإقراض من خلال التحويلات الإلكترونية، أو من خلال شبكة الاتصال بين البنوك عن طريق البنك المركزي.

5-العمليات الأخرى:

إلى جانب العمليات السابقة، تطور على مستوى سوق ما بين البنوك العديد من العمليات خارج الميزانية منصبة على المشتقات من الأسعار وأصبحت السوق مكان لعمليات التغطية والمبادلة... إلخ، فضلا عن أنها مكان لمبادلة السيولة.

أ- التغطية في السوق البنكية:

يمكن للمستورد الذي لديه مركز ضعيف بالعملات النقدية الأجنبية، لكي يتحوط في السوق النقدية ما بين البنوك، أن يشتري مباشرة العملات النقدية الأجنبية التي يحتاجها في تاريخ مستقبلي (تاريخ الدفع) ويوظف هذه العملات في سوق العملات النقدية المحلية أو الأجنبية لفترة مناسبة.² ويمكن للمستورد عند عدم كفاية العملة النقدية لديه والمعتمدة في التسديد، القيام بإقتراض المبلغ المحدد من هذه العملة من السوق وبيعها بمقابل العملات النقدية الأجنبية المطلوبة.

كذلك بإمكان المصدر (exportateur) الذي يريد أن يؤمن نفسه في السوق البنكية أن يلجأ للاقتراض (سواء بالعملة الوطنية أو الأجنبية)، ثم يبيع المبلغ المقرض في السوق البنكية مقابل العملة النقدية المعتمدة للتسديد، وبعد ذلك يقوم المصدر بإستلام المبلغ النقدي من زبونه ويسدد القرض مع الفوائد.

ب- إتفاقات المعدلات المستقبلية:

عبارة عن إتفاق معدل الفائدة المؤجل، فهو عقد تراضي أو إتفاق بين الشركة والبنك، يحدد فيه معدل فائدة القرض، أو إستثمار مستقبلي وتاريخ ومدة ومبلغ العقد واليوم الذي ينتهي فيه العقد.³ أما الخصائص الرئيسية لهذا النوع من العقود، فهي التالية:

¹ حسني علي خربوش وعبد المعطي رضا ارشيد، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية) دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 53.

² سعود جايد، مشكور العامري، المالية الدولية (نظرية وتطبيق)، ط1، دار زهران للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص 244.

³ سعود جايد مشكور العامري، مرجع سابق، ص 308.

- عقد بالتراضي.
- أداة خارج الميزانية.
- تحديد معدل فائدة مستقبلي.

فهذه الأداة تسمح بتجنب مسبق لخطر معدل الفائدة، حيث لا تبدأ عملية الإقتراض إلا في مستقبل قريب.¹ ويمكن القول أن إتفاقية المعدل المستقبلي هي عقد لأجل بالتراضي، يتم بين طرفين مؤسسة وبنك، أو بين بنكين، والذي يسمح بضمان معدل فائدة مستقبلي حول الإقتراض أو التوظيف الذي يرغب في تحقيقه.

ولا يتطلب العقد الإصدار الفعلي للإقراض أو الإقتراض، عدا التسوية للفارق من معدلات الفائدة الذي ينتج من الفارق بين المعدل المضمون ومعدل السوق.

والفارق بين المعدل المضمون بالعقد ومعدل السوق النقدية السائد هو الذي يسدد فقط إلى الجهة المعنية.²

أي أن الإتفاقية تتضمن تاريخ مستقبلي لبدء العملية والذي يقابل التاريخ الفعلي للتغطية، وتكون الآجال المعمول بها في هذه الإتفاقية على فترات مختلفة:

6/3 أشهر، حيث تبدأ الإتفاقية ضمن ثلاثة أشهر والتي تمثل فترة ما قبل التوظيف (يعني ثلاثة أشهر كفترة إنتظار).

وتمتد بعدها لثلاثة أشهر والتي تخص توظيف المبلغ النقدي في السوق.

9/3 أشهر، وهنا تبدأ الإتفاقية ضمن ثلاثة أشهر، وتمتد بعد ذلك لمدة ستة أشهر.

ومن ثمة شروط الإتفاقية تكون شبه نمطية مع وجود فترة إنتظار وضمان.

ثانيا: معدلات الفائدة في سوق ما بين البنوك:

تتحدد معدلات الفائدة في سوق ما بين البنوك على عمليات الإقراض والإقتراض من خلال أسعار فائدة إرشادية.

1. أسعار الفائدة المرجعية في سوق ما بين البنوك:

إن أسعار الفائدة المرجعية في السوق البنكية تمثل مؤشرا، إما لقيمة المعدل الغالبة في السوق في تاريخ ما، وإما لقيمتها المتوسطة خلال مدة معينة.

ومن بين المؤشرات الأساسية في السوق البنكية الأوروبية مثلا، التي تعكس معدل الفائدة في تاريخ ما نجد: المعدل الوسطي اليومي للقروض لـ 24 سا (EONIA)، ومعدل الفائدة المعروض ما بين البنوك باليورو (Euribor).

¹ - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، ج1، دار المنهل اللبناني للطباعة و النشر، لبنان، 2003 ص ص 311، 312.

² - نفس المرجع الأخير، ص 313.

أ- المعدل الوسطي اليومي للقروض لـ 24 سا أو لليلة واحدة باليورو (Euro overnight interest average).

وهو عبارة عن مؤشر يحسب كل يوم مفتوح (يوم عمل)، ويشير لقيمة المعدل ليوم بيوم (24 سا) المطبقة في سوق ما بين البنوك، وللعمليات المقيدة باليورو.

وهو أيضا المتوسط المرجح من مبالغ الصفقات بالمعدلات يوم بيوم المطبقة من طرف 57 بنكا مختارا من البنك المركزي الأوروبي داخل منطقة الأورو.¹

وهذه العينة الإحصائية المكونة تقريبا من 57 بنكا تخص البنوك الكبيرة والتي تتمتع بمراكز إئتمانية جيدة لممارسة خاصة عمليات الإقراض والإقتراض على بياض ليوم بيوم من أجل المحافظة على التوازن اليومي لخزائنها.

ومن خلال المعدل الوسطي المرجح ليوم بيوم والمعلن من طرف البنك المركزي صبيحة إفتتاح السوق، يمكن حساب معدل الفائدة المطبق خلال مدة معينة تقل عن سنة، والمتمثل في معدل المتوسط الشهري.

أ-1- المعدل المتوسط الشهري:

وهو المعدل المتوسط الشهري (taux moyen mensuel) الذي يرمز له بـ TMM أو T4m والتي تعني المعدل الوسطي الشهري للسوق النقدية (taux moyen mensuel du marché monétaire)، وهذا السعر مساوي للمتوسط الحسابي البسيط للأسعار أو المعدلات اليومية المرجحة لـ Eonia المطبقة أثناء الشهر، وبالنسبة لأيام خارج عمل السوق (السبت، الأحد وأيام العطل) فإننا نأخذ في الحساب آخر معدل يومي مرجح معروف، قبل اليوم الذي لا تعمل فيه السوق.² ومن ثمة يحسب المعدل الوسطي الشهري للسوق كالتالي:

حيث:

n_m : العدد الفعلي لأيام الشهر (m) (30، 31، 28 أو 29).

$E(j)$: المعدل الوسطي المرجح لـ EONIA لذلك اليوم.

مثال: حساب المعدل الوسطي الشهري لسوق ما بين البنوك لشهر جانفي 2010.

¹ - MICHEL SION, Gérer la trésorerie et la relation bancaire (principes de gestion opérationnelle), 3ème édition, édition dunod, paris, 2003, p 82.

² - Dov OGIEN, Pratique des marchés Financiers, édition dunod, paris, 2005, p 24.

جدول رقم (2) : المعدلات الوسطية المرجحة اليومية لـ EONIA خلال شهر جانفي 2010.

3,8025	الأحد(31)	3,7875	الخميس(21)	3,8075	الاثنين (11)	3,7775	الجمعة (1)
		3,7750	الجمعة(22)	3,7975	الثلاثاء(12)	3,7700	السبت (2)
		3,7750	السبت (23)	3,7975	الأربعاء(13)	3,7675	الأحد (3)
		3,7850	الأحد (24)	3,7975	الخميس(14)	3,7650	الاثنين (4)
		3,7800	الاثنين (25)	3,7900	الجمعة (15)	3,7600	الثلاثاء (5)
		3,7825	الثلاثاء (26)	3,7925	السبت (16)	3,7600	الأربعاء(6)
		3,7825	الأربعاء(27)	3,7925	الأحد (17)	3,7500	الخميس(7)
		3,7825	الخميس(28)	3,7900	الاثنين (18)	3,7600	الجمعة (8)
		3,8000	الجمعة (29)	3,7875	الثلاثاء (19)	3,7450	السبت (9)
		3,8025	السبت (30)	3,7875	الأربعاء(20)	3,7425	الأحد (10)

المصدر: من إعداد الباحث

لحساب المعدل الوسطي الشهري للسوق البنكية من خلال المتوسط الحسابي البسيط، نقوم بجمع معدلات الشهر (117.1925) ونقسم الإجمالي على عدد أيام الشهر (31 يوم لشهر جانفي)، وهكذا نحصل على المعدل الوسطي الشهري (T4M) لشهر جانفي والذي يبدأ تطبيقه في السوق ابتداءً من شهر فيفري 2010 (الشهر الموالي): $\frac{117.1925}{31} = 3.7804\%$

أ-2 المعدل المتوسط السنوي:

أثناء شهر معين، يُعد المعدل المتوسط السنوي (TAM) معدل العائد من توظيف شهري بفوائد مركبة، يُجدد هذا المعدل في نهاية كل شهر أثناء الأشهر الإثني عشر الأخيرة المنصرمة، ومتفق عليه أن معدل المرجعي لحساب معدلات الفائدة (TAM) هو المعدل الوسطي الشهري للسوق.¹ بمعنى أن معدل المتوسط السنوي معدل محسوب في بداية كل شهر ويعتبر نتيجة لإضافة معدلات الفائدة المتوسطة الشهرية إلى بعضها البعض لـ إثنا عشر شهر المنصرمة. ونتحصل عليه بالصيغة التالية:²

TAM: تشير إلى المعدل المتوسط السنوي لشهر m.

TMM_m: تدل على المعدل الوسطي الشهري لشهر m.

¹ - Monther cherif, les taux d'intérêt, la revue banque éditeur, paris, p 18.

² - FREDERIC et des autres, Finance et placements, édition armand colin, paris, 1998, p 44.

n_m : عدد أيام الشهر m .

ويمكن تبسيط المعادلة السابقة كالتالي:

$$1 + TAM_{(1:12)} =$$

مثال:

يبين الجدول التالي معدلات المتوسط الشهري من نوفمبر 2009 إلى أكتوبر 2010.

جدول رقم (3): معدلات المتوسط الشهري لحساب المعدل المتوسط السنوي (TAM).

الأشهر	مدة الشهر n	المعدل المتوسط الشهري TMM
نوفمبر	30	4.9435
ديسمبر	31	4.9509
جانفي	31	4.9365
فيفري	28	4.9214
مارس	31	4.8956
أفريل	30	4.8865
ماي	31	4.8695
جوان	30	4.8451
جويلية	31	4.8256
أوت	31	4.7952
سبتمبر	30	4.7858
أكتوبر	31	4.7785

Source : DOV OGIEN, OPCIT ,P35

نفرض مثلاً أننا في بداية شهر نوفمبر 2010، فإن المعدل المتوسط السنوي، يحسب كالتالي:

$$1 + TAM = \left[1 + \frac{30.4,9435}{360.100}\right] \left[1 + \frac{31.4,9509}{360.100}\right] \left[1 + \frac{31.4,9365}{360.100}\right] \dots \left[1 + \frac{30.4,7858}{360.100}\right] \left[1 + \frac{31.4,7785}{360.100}\right]$$

TAM =

ب-معدل الفائدة ما بين البنوك المعروض في السوق باليورو (Euribor):

في البداية نشير إلى أنه تم الانتقال من معدل الفائدة ما بين البنوك المعروض بباريس (pibor)

إلى معدل الفائدة ما بين البنوك المعروض في السوق باليورو (Euribor).

حيث كان الـ Pibor (من شهر إلى 12 شهر) متوسط المعدلات لعدد من الأشهر، ويعرض يوميا

على الساعة الـ 11 صباحاً في سوق ما بين البنوك.

وقد نشرت آخر معدلات الـ Pibor بالفرنك والإيكو في 30 ديسمبر 1998. ونشر أول معدل لـ Euribor في 30 ديسمبر 1998 من طرف إتحادية البنوك للإتحاد الأوروبي وبتاريخ قيمة (يوم+2) في 04 جانفي 1999.

معدل الفائدة ما بين البنوك المعروض في السوق باليورو هو معدل الفائدة المعروض بين البنوك الأحسن نشاطا وذات الجدارة الائتمانية العالية في المكافأة على الودائع داخل منطقة الأورو، وحلّ هذا المعدل محل مختلف المعدلات السائدة في السوق، فابتداءً من أول جانفي 1999 أصبح هذا المعدل المرجع المشترك لمجموع الإتحاد الأوروبي.¹

ونميز عدة أنواع لهذا المعدل ترتبط بثلاثة عشر (13) مدة إستحقاق مختلفة فنجد:

معدل الفائدة ما بين البنوك المعروض في السوق باليورو لشهر واحد، معدل الفائدة ما بين البنوك المعروض في السوق باليورو لشهرين معدل الفائدة ما بين البنوك المعروض في السوق باليورو لـ 12 شهر، ومعدل الفائدة ما بين البنوك المعروض في السوق باليورو لـ 24 شهر (Euribor-1 12 mois, Euribor-24 mois, ..., Euribor-2 mois, mois).

ويحسب هذا المعدل من خلال المتوسط الحسابي اليومي لأسعار الإقراض المعروضة من طرف عينة إحصائية مكونة من 57 مؤسسة إقراضية (نفس العينة الإحصائية لـ EoNIA) الأكثر نشاطا داخل منطقة الأورو، ويحسب على أساس 360 يوم وينشر على الساعة 11 صباحا (من طرف جمعية الصرافين العالمية والإتحادية البنكية للإتحاد الأوروبي) حيث 50% من مؤسسات الإقراض تشكل عينة مساهمة بشكل فعلي في ذلك المعدل، والمتوسط ينفذ بعد إبعاد 15% من التسعيرات النهائية ويعلن بـ 03 أعداد عشرية.²

نذكر كذلك في هذه الجزئية أن معدل الفائدة السائد بين البنوك بلندن باليورو (Euro-Libor) يكون قريب جدا من الـ Euribor، بحيث يعكس مثل هذا الأخير المعدلات المعروضة على العمليات المقيدة باليورو، ومن جهة أخرى على خلاف الـ Euribor فإن الـ Euro-Libor يحسب إنطلاقا من عينة خارج منطقة اليورو تكون بالتحديد من بريطانيا، أيضا الاختلاف بين قيمتي المعدلين تكون ضعيفة جدا.

وعلى عكس الـ EoNIA فإن الـ Euribor لا يعبر عن متوسط المعدلات المحققة على الصفقات الفعلية لكن من المعدلات المعلنة من شاشات قاعات السوق.³

كذلك يعد الـ EoNIA مثلما ذكرنا سابقا معدل وسطي مرجع لمعدلات الفائدة (لليلة واحدة) المطبقة خلال يوم عمل، في حين الـ Euribor مؤشر للمعدلات لأجل والمطبقة على مستوى السوق البنكية لأجل إستحقاق شهرية مختلفة.

¹ - Mondher Cherif, opcit, p 18.

² - PASCAL GAUDRON et SYLVIE LE CARPENTIER-MOYAL , opcit, p 196.

³ - MICHEL SION, opcit, p 84.

2- تغيرات أسعار الفائدة في سوق ما بين البنوك:

تعتبر أسعار الفائدة السائدة بين البنوك خاصة الإرشادية منها (مثل EoNIA، Euribor ... إلخ) باستمرار، وهذا قد يكون نتيجة زيادة الطلب على السيولة البنكية أو إنخفاضه، مدة عمليات الإقراض والإقتراض، نوعية الأوراق المالية ... إلخ. كما تستغل لجنة السياسة النقدية عمليات سوق ما بين البنوك لتؤثر على المستوى العام لأسعار الفائدة، ويكون ذلك من خلال الأسعار الموجهة للبنك المركزي أثناء تدخلاته في السوق.

الفرع الثالث: تدخلات البنك المركزي في السوق

نهدف من خلال هذا العنصر إلى معرفة تدخلات البنك المركزي ودوره في تشكيل وتوجيه معدلات الفائدة في السوق البنكية، وإلى الكيفية التي تسوى بها عمليات الإقراض والإقتراض داخل السوق.

أولاً: تدخلات البنك المركزي

من خلال المعدلات الموجهة (directeur) يؤثر البنك المركزي على سوق ما بين البنوك يوم ليوم، وذلك من خلال التأثير على أسعار الفائدة الإرشادية فيها.

وتتمثل الأسعار الموجهة للسوق في معدلات التسهيلات الدائمة بشقيها، المعدل الأدنى والمعدل الأقصى، وسعر نداءات العروض وأدوات أخرى يتم التطرق لها في الفصل الموالي.

وتشكل هذه الأسعار أهم أدوات تدخل البنك المركزي في السوق البنكية وهي كالتالي:

1. سعر نداءات العروض:

عندما تخضع البنوك لإنخفاض كبير في سيولاتها، فإن البنك المركزي بإمكانه مساعدتها فوراً، بإعتباره الملجأ الأخير للإقراض، ويكون ذلك من خلال طلبات أو نداءات العروض، فهي تقنية أمانة إستعملت بشكل واسع (مثلاً في فرنسا)، حيث مقابل أخذ بالأمانة سندات، يمنح البنك المركزي سيولات لمؤسسات القرض العارضة (Soumissionnaires).¹ والسندات المستعملة في العملية كضمان تكون إما سندات عامة (سندات حكومية) أو سندات خاصة، في حين مدة العملية تكون لأسابيع (بتواتر أسبوعي) ولأجل قصيرة تصل في الغالب إلى أسبوع. وبأخذ الإجراء شكل مناقصة، إذ يدعو البنك المركزي وليكن البنك المركزي الأوروبي مثلاً البنوك التي بحاجة إلى سيولة، وهذه الأخيرة تقدم طلبات تمويلها بمعدلات فائدة مختلفة، وبعد

¹ - DOMINIQUE POINCELOT, opcit, p 58.

تجميع الطلبات على النقد المركزي (في العادة عبر عدد من المتعاملين الرئيسيين في عمليات السوق) يحدد البنك المركزي الأوروبي معدل إعادة التمويل.¹

وتلبي فقط حاجات البنوك للسيولة بمعدل فائدة مساوي أو أكبر من المعدل المحدد من طرف البنك المركزي الأوروبي.

كذلك يحدد البنك المركزي الأوروبي حجم المبلغ الإجمالي الضروري لإشباع حاجات البنوك. ومن ثمة يمكن القول أن سعر نداءات العروض (معدل إعادة التمويل) كسعر أدنى موجه هو إحدى الأسعار الموجهة لأسعار الفائدة في سوق ما بين البنوك.

مثال:

نفرض أن البنك المركزي قد قرر التدخل في السوق البنكية بآلية نداءات العروض لمنح قروض لمدة 15 يوم، وتم إبلاغ البنوك والمؤسسات المالية بعملية إستقبال العروض، فقدمت المؤسسات التي تريد إعادة التمويل عروض المناقصة المقترحة إلى جانب المعدلات، والتي كانت كالتالي:

جدول رقم (4):عروض المناقصة والمعدلات المقترحة من قبل البنوك الوحدة (مليون دينار)

بنك	العروض المعلنة أو المقترحة	معدلات الفائدة المقترحة (%)	المبلغ التراكمي
بنك أ	100	4	100
بنك ب	120	3.75	220
بنك جـ	80	3.75	300
بنك د	200	3.50	500
بنك هـ	270	3.25	770

المصدر: من إعداد الطالب.

وكان إقتراح البنك المركزي: 500 مليون بـ 3.5%.

وفي هذه الوضعية فإن البنوك التي تتحصل على القروض هي (أ، ب، ج، د، ...) بمعدل فائدة قدره 3.50% كسعر أدنى موجه في السوق البنكية.

2. سعر التسهيلات الدائمة (facilités permanentes):

تتمثل هذه الآلية في نوعين من التسهيلات: تسهيلات القرض الهامشي لـ 24 ساء، وتسهيلات الودائع لنفس المدة.

تسمح هذه الآلية بتوفير أو سحب السيولات ليوم واحد من طرف البنك المركزي ضمن إطار السياسة النقدية، وكذا تأطير معدلات الفائدة في سوق ما بين البنوك

¹ - MICHEL SION, opcit, p 80.

أ- سعر تسهيلات القرض الهامشي:

تستعمل من طرف البنك المركزي الأوروبي مثلاً، لتوفير السيولة في السوق البنكية لمدة 24 سا بمعدل فائدة محدد مسبقاً بأخذ بالأمانة لسندات معينة، ومن ثمة منح قروض مضمونة، ويشكل معدل فائدة هذا النوع من التسهيلات، سقف أو الحد الأقصى لمعدلات الفائدة اليومية في السوق البنكية.¹

إن الحاجة للسيولات قد ترتفع بشكل غير منتظر، ومن خلال هذه الآلية تستطيع مؤسسة القرض الإقتراض بدون حد، بإعتبار هذه الأداة الشباك الثاني لإعادة التمويل بعد أداة نداءات العروض، وذلك عندما لا تجد المؤسسات الإقراضية السيولات الضرورية فيما بينها. ويحدد معدل الفائدة لهذه الأداة من البنك المركزي، ويشكل هذا المعدل الحد الأعلى لمعدلات الفائدة في السوق البنكية.

ب- سعر تسهيلات الودائع:

تستعمل الأطراف العاملة في السوق، من بنوك ومؤسسات مالية تقنية تسهيلات الإيداع لتوظيف ودائع لـ 24 سا لدى البنك المركزي الأوروبي (أكثر دقة في البنوك المركزية الوطنية) وفي ظل ظروف عادية، لا يوجد أي حد لعملية الإيداع ولا قيد لدخول تلك الأطراف في هذا النوع من التسهيلات، كما يشكل معدل فائدة تسهيلات الإيداع الحد الأدنى لمعدلات الفائدة اليومية في السوق البنكية.²

وتكون مؤسسات القرض مجبرة على تكوين إحتياطيات من ودائعها لدى البنك المركزي الذي يقوم بالمقابل بتقديم فائدة محددة مسبقاً على تلك الودائع. وهذا الإجراء من شأنه تخفيض تقلبات معدلات الفائدة اليومية في السوق.

وبإنخفاض معدلات الفائدة اليومية (لـ 24 سا) في السوق البنكية، تعمل البنوك على رفع إحتياطياتها على مستوى البنك المركزي ومن ثمة تستفيد من دفع إلتزاماتها، كذلك تقتضي سياسة البنك المركزي إمتصاص كمية من السيولة داخل السوق البنكية، وهذا مايقود إلى تراجع معدلات الفائدة السوقية.

¹ - GILLES KOLIFRATH et thomas journal, Marchés monétaire et obligataire, tome 1, Revue banque édition, paris, sans date d'édition, p 24.

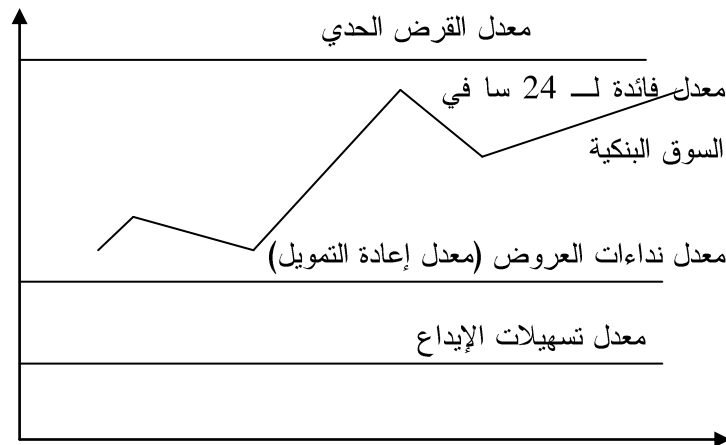
² - LUC BERNET ROLLANDE, principes de technique bancaire, 24^{ème} édition, édition DUNOD, Paris, 2006, p 400.

ثانيا: مجال معدلات الفائدة في سوق مابين البنوك

تتأرجح معدلات الفائدة في السوق البنكية ضمن مجال المعدلات الموجهة من طرف البنك المركزي، من نداءات العروض (معدل إعادة التمويل) ومعدل تسهيلات القرض الحدي، ومعدل تسهيلات الإيداع.

ففي ظل الظروف العادية، وبما أنه لا يوجد حد ولا قيد لتسهيلات القرض الحدي، يشكل معدل الفائدة على هذه الأخيرة عادة سقف لمعدل الفائدة لـ 24 سا والخاص بسوق مابين البنوك لليورو (معدلات الفائدة الإرشادية). وبنفس المعنى عند عدم وجود أي حد لتسهيلات الإيداع ولا أي قيد للدخول في هذه الآلية، فإنه توجد دائما إمكانية لتوظيف الأموال لـ 24 سا لدى البنك المركزي، ولا يمكن في هذه الحالة أن ينخفض معدل الفائدة الإرشادي (Eonia مثلا) إلى أقل من معدل تسهيلات الإيداع.¹

منحنى رقم (1) : تشكل معدلات الفائدة لأجل قصير (24 سا) في السوق البنكية



Source :MICHEL SION, opcit,p81

كما ينتقل تأثير المعدلات الموجهة (taux directeurs) من طرف البنك المركزي في إطار السياسة النقدية إلى معدلات القروض (taux débiteurs) الممنوحة للزبائن.

فمثلا:

ارتفاع المعدل الموجه (سعر تسهيلات القرض الحدي) ← ارتفاع معدل Eonia

و Euribor ← ارتفاع معدل الأساس البنكي ← ارتفاع معدلات القروض الموجهة للزبائن.

¹ - JEAN DIDIER LECAILLON; JEAN-MARIE LEPAGE et CHRISTIAN OTTAVI, *Economie contemporaine (analyse et diagnostics)*, 2^{ème} édition, édition de Boek université, Paris, 2004 , p 142.

المطلب الثاني: سوق الأصول المالية القابلة للتداول

تشكل سوق الأصول المالية الخاصة بالحقوق القابلة للتداول القسم الثاني للسوق النقدية، وهذه الأخيرة كما أسلفنا الذكر عنصر قصير ومتوسط الأجل ضمن مجال الأسواق المالية.

وقد أدى ظهور ونمو سوق الأصول المالية القابلة للتداول إلى التأثير بشكل كبير على التطور الأخير لسوق مابين البنوك، لكونها أبرزت إيجابية دخول كل الأعوان الإقتصاديين* ووفرت إمكانيات التوظيف (placement) لأجل قصير ومتوسط، وهذه الأصول المالية أصبحت بشكل تدريجي وسيلة ضمان (support) أكثر فعالية بين مؤسسات القرض، خاصة في حالة أدونات الخزينة.¹

فإنشاء هذه السوق أزال الحواجز الموضوعية أمام مشاركة جميع العناصر الإقتصادية في السوق النقدية، لتصبح هذه السوق مورداً لتمويل المؤسسات الإقتصادية إلى جانب المؤسسات الأخرى.

ومع ظهور مجموعة من الأصول المالية الجديدة، فإن إنفتاح السوق النقدية وزوال حواجزها نسبة إلى السوق المالية، قد استجاب لعدة أسباب، خصوصاً:²

- عصرنة السوق المالية (مثلاً في باريس)، بجعلها قابلة للمقارنة بالأسواق المالية الدولية، وأيضاً مغرية وذات تنافسية بجذب رؤوس أموال أجنبية تأتي لتكمل تمويل الإقتصاد.
- إنشاء سوق موحدة لرؤوس الأموال، من يوم إلى يوم موالي في سوق مابين البنوك إلى أجل طويل المدى في السوق المالية، بفضل ظهور أصول مالية لأجل متوسط تضمن الإستمرارية على مستوى سوق الأموال.
- تساهم في تطوير البلد من إقتصاد الإستدانة حيث يكون النظام البنكي بالكامل مستدين، ومعدلات الفائدة تنظم وتدار من طرف البنك المركزي، إلى إقتصاد الأسواق المالية والتي فيها معدلات الفائدة، تواريخ الإستحقاق ... إلخ تتحدد تحت عرض وطلب رؤوس الأموال.
- من خلال سندات الصندوق (billets de trésorerie)، يتوفر للمؤسسات غير المالية طريقة تمويل تسمح لها من التحرر جزئياً من تأثير مؤسسات القرض.
- عن طريق أدونات الخزينة القابلة للتداول، يتوفر للدولة أداة تمويلية غير تضخمية (لأنها لا تستند على تسبيقات من البنك المركزي)، وفي نفس الوقت أدوات أكثر مرونة وأقل تكلفة للخزينة بالمقارنة مع الإقتراضات التقليدية لأجل طويل المدى.
- ضمان سيولة الأصول قصيرة الأجل بإقامة سوق ثانوية مفتوحة لكل الأعوان.

* - يُمثل الأعوان الإقتصاديون في: الدولة، والبنوك والمؤسسات المالية، والمستثمرون التأسيسيون، وقطاع العائلات والمؤسسات ... إلخ.

¹ - Pierre Prissert et Denis Besnard, opcit, p 134.

² - Jean didier Lecaillon, Jean-Marie le page, et christian ottavj, opcit, p 143.

ففي ظل غياب هذه السوق والسوق المالية لا تتمكن العناصر الاقتصادية غير المالية ذات الفوائض النقدية أكثر من الاحتفاظ بهذه الفوائض في شكل ودائع لدى البنوك، لكن بوجود هذه الأسواق يستطيع العنصر الاقتصادي توظيف أمواله بشكل مباشر.

ومن أهم الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق، نجد مثلاً في حالة التشريع الفرنسي الأوراق التالية حسب طبيعة المصدر (L'emetteur) والمدة الأصلية للورقة:

❖ الأوراق المصدرة لأجل قصير المدى:

- سندات الصندوق المصدرة من المؤسسة
- شهادات الإيداع المصدرة من البنك
- أدونات الخزينة المصدرة من الدولة

❖ الأوراق المصدرة في الأصل لأجل يفوق السنة:

- السندات ذات الأجل المتوسط القابلة للتداول المصدرة من أي شخص معنوي غير الدولة.
- سندات الخزينة السنوية النمطية والتي تسميها الخزينة بشكل بسيط بسندات الخزينة ذات الفوائد السنوية، وهذه أيضاً مصدرة من الدولة.

الفرع الأول: الأصول المالية القابلة للتداول

تختلف الأصول المالية المتداولة في السوق مثلما ذكرنا سابقاً تبعاً لنوعية الجهة المصدرة سواء كانت مؤسسة إقتصادية أو مالية وحسب تاريخ الإستحقاق.

وهذه الأصول عبارة عن أوراق مصدرة برضى المصدر (L'emetteur)، وقابلة للتداول في سوق منظمة، يمثل كل سند فيها الحق في دين لفترة معينة.¹

أولاً- أدونات الخزينة القابلة للتداول:

تلجأ الدولة إلى أدوات التمويل ذات الفعالية وتحاول الإبتعاد عن طرق التمويل التضخمية كالإصدار النقدي.

فقد تجد الدولة نفسها أنها في حاجة إلى تسديد مصاريف معينة أو تغطية نفقات طارئة، وذلك قبل إعتداد موازنتها، وفي نفس الوقت ليس بخزینتها الأموال اللازمة لذلك، الأمر الذي يدفعها إلى إصدار سندات بالمبالغ المطلوبة وهذه السندات تتمثل في سندات الخزينة العمومية.

¹- Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion Financière, épreuve n°4, 10^{ème} édition Dunod, Paris, 2001, p 16.

ويعتبر الإقتصاد الأمريكي Bagehot أول من إقترح فكرة تمويل خزانة الدولة في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1887 بواسطة أدونات الخزينة، ومنذ ذلك التاريخ إعتبرت أدونات الخزينة من الأدوات الهامة في السوق النقدية.¹

ومن ثمة تتمتع أدونات الخزينة بالأهمية التالية:

- تمويل عجز موازنة الدولة، فهي عبارة عن عملية إقراض من الجمهور من قبل الخزينة لتمويل أنشطتها.
- تستعمل كوسيلة للتأثير على العرض النقدي، من أجل تقادي التضخم النقدي.
- قناة إستثمارية لأصحاب الفوائض المالية.

1- سوق أدونات الخزينة القابلة للتداول (BTN)

تتيح السوق النقدية إمكانية إنشاء سوق، تسمح للخزينة بتسيير دينها، وهذه السوق تتمثل في سوق أدونات الخزينة القابلة للتداول.

وفي إطار سوق الأصول المالية القابلة للتداول، تعد سوق أدونات الخزينة الأكثر أهمية، فمثلا في جوان 1999، وصلت مبالغ أدونات الخزينة إلى 196.7 مليار أورو في منطقة اليورو، أي بنسبة 46.8% من إجمالي مبالغ الأصول المالية القابلة للتداول (419.9 مليار أورو).²

أ- مزايا أدونات الخزينة:

- تتمتع أدونات الخزينة بمجموعة من المزايا، هي كالتالي:³
- خالية المخاطر كون الحكومة قادرة على تسديد قيمتها عند الإستحقاق.
- ذات قابلية تسويقية عالية، وبالتالي يمكن تسيلها بسهولة قبل الإستحقاق.
- تباع بالمزايدة العلنية، وبخصم عن القيمة الاسمية.
- تصدر بانتظام وبفئات مختلفة وبمبالغ كبيرة وفقا لاحتياجات الدولة.
- الدخل من أدونات الخزينة معفى من الضريبة.

ب- المتدخلون في السوق:

على مستوى هذه السوق تكون الدولة المصدر الوحيد للأدونات، ويتعامل في هذا النوع من الأوراق المستثمرون النهائيون والمكاتبون، وبوجود وسطاء يتمثلون في المختصين بقيم الخزينة.

¹ حسني علي خريوش وعبد المعطي رضا رشيد ومحفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص ص 48، 49.

² J-L.BAILLY et des autres ,économie monétaire et financière, édition Breal, Paris, 2005, p182.

³ ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، مرجع سابق، ص 63.

ب-1- المصدر: الدولة (L'Etat : L'emetteur)

تهدف الدولة من وراء إصدار أدونات الخزينة إلى تمويل إحتياجات الخزينة الجارية، ولمواجهة تمويل العجز الظرفي أو الهيكلي. وتجدر الإشارة أن تعديل النظام الأساسي لأدونات الخزينة يعد بدون شك عنصر أساسي لإصلاح السوق، وهذا ماقامت به فرنسا سنة 1985. فإلى غاية سنة 1985 كانت الدولة الفرنسية تصدر نوعين من أدونات الخزينة، حيث يتمثل النوع الأول في أدونات الخزينة بالحساب الجاري لدى بنك فرنسا (بنك مركزي) مخصصة للمتدخلين في السوق النقدية آنذاك. وهذا النوع الذي يتمثل في أدونات الخزينة بالحساب الجاري، تكون السندات فيه على شكل قيود في الحسابات الجارية لدى البنك المركزي، ويكون الأفراد مستبعدين من فتح هذه الحسابات التي توفر لأصحابها إمكانية نقل ملكيتها للغير بواسطة حوالات توجه إلى البنك المركزي.¹

ويسمى هذا النوع من السندات غير المجسدة بالسندات المغلقة (bons fermés) لكونها مخصصة للبنوك والمؤسسات الشبيهة بالبنوك.²

في حين يتمثل النوع الثاني في أدونات الخزينة المطبوعة (bons sur formules) المخصصة لأن يكتب فيها الأعوان غير الماليين،³ وذات نظام ضريبي غير محفز، وتكون الأوراق لحاملها، وتصدر بتواريخ إستحقاق أقل من 5 سنوات. وقد أظهرت السوق في ظل هذين النوعين من السندات القيود التالية:

- المناقصات تتم بتواريخ ثابتة، وبشكل كلي تراقب من طرف المصدر (الدولة) الأمر الذي يخفض من شفافية السوق.
- السوق الثانوية لم تكن نشطة إلا في حالة المعدلات الثابتة.
- إنخفاض سيولة السوق لعدم وجود وسطاء لتلك الأنواع من الأوراق.

وإصلاح السوق سنة 1985 ترجم كليا بظهور نوع جديد من أدونات الخزينة، يتمثل في أدونات الخزينة القابلة للتداول والمسماة "بالسندات المفتوحة". وأصبحت أي مؤسسة سواء لها أو لا تحوز حساب جاري لدى البنك المركزي لها إمكانية الإكتتاب بواسطة وسطاء معتمدين من خلال مناقصات منظمة وفق رزنامة محددة. وكذلك هذه الأوراق قابلة للتفاوض بحيث تقدم تحت صيغة مبسطة ومعدلة الأمر الذي يسهل المفاوضة عليها وإمكانية تداولها قبل تواريخ

¹ - مروان عpton، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 62.

² - Robert Ferrandier et Vincent Koen, Marchés des capitaux et techniques financière, 4^{ème} edition, Economica, Paris, 1997, p 132.

³ - J-P. Gourlaouen, collection dirigée par j-p. helfer et j. orsoni, les nouveaux instruments financiers, librairie vuibert, paris, 1998, p 89.

إستحقاقها، كما تشكل هذه الأداة طريقة أساسية في التمويل قصير الأجل لصالح الدول، بحيث يتم الإعلان في بداية كل ثلاثي عن رزنامة النداءات المتوقعة في السوق والخاصة بذلك النوع من الأوراق.¹

ب-2- المستثمرون: بالنسبة للمستثمرين توفر أدونات الخزينة القابلة للتداول، ثلاثة إيجابيات تتمثل في: الأمان، السيولة، وتشكيلة واسعة من تواريخ الإستحقاق. فباعتبار الدولة مصدر (Emetteur) من الدرجة الأولى فإن أدونات الخزينة القابلة للتداول لا ينتج عنها أي خطر مقابل (كخطر عدم التسديد). من جهة أخرى تشكل هذه الأوراق موضوع صفقات في إطار السياسة النقدية وبالتحديد في عمليات السوق المفتوحة أين يباشر البنك المركزي من خلالها إما ضخ أو إمتصاص النقد مقابل هذه السندات، وكذلك في عمليات الأمانة. وهذا ما يزيد من سيولة هذه الأوراق، ومن ثمة تصبح السوق الثانوية لأدونات الخزينة أكثر نشاط.

كذلك المجال الواسع لتواريخ الإستحقاق من الأقصر الأجل (أدونات لبضعة أسابيع) إلى المتوسط أجل (أدونات تفوق السنة)، يمنح فرصة كبيرة للإختيار من طرف المكتتبين. وتظهر مؤسسات القرض في عداد المكتتبين السباقين في أدونات الخزينة القابلة للتداول، وذلك لحيازتها بالتقريب 30% من مبالغ أو قيمة الأدونات في فرنسا.² ويأتي مباشرة بعد مؤسسات القرض، صندوق الودائع والإيداعات، ومن بين المستثمرين أيضا الذين يحاولون إقتناء نسبة هامة من هذه الأدوات المصدرة في محفظتهم المالية توجد هيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية* (opcv) والمستثمرين الأجانب. وكل طرف منهما يحتفظ بحوالي خمس المبلغ القائم. كذلك من بين المستثمرين في أدونات الخزينة القابلة للتداول نجد الأعوان المقيمين غير الماليين بحوالي 10% من مبلغ الأذن.³

ب3- الوسطاء:

تختار الخزينة العمومية مجموعة من البنوك، وتوقع معها عقد كمختصين في قيم الخزينة، ... ومجبرين (المختصون في قيم الخزينة) على المساهمة في مناقصات أدون الخزينة القابلة للتداول وضمان سيولة السوق الثانوية لقيم الخزينة.⁴ أي أن مجموعة من البنوك تتدخل كمختصين في قيم

¹ - Robert Ferrandier et Vincent Koen, opcit, p 132.

² - Marc Montoussé et des autres, Economie Monétaire et Financière, éditions Breal, Paris, 2005, p 183.
* - opcv: تتكون أساسا من شركات الإستثمار ذات رأس مال متغير (SICAV) والصناديق المشتركة للتوظيف (F.C.P) وتقوم بالإضافة إلى توظيف الأموال المجمعة لديها بإصدار الأوراق المالية وتسيير الحوافظ المالية ونشاطات مالية أخرى.

³ - Robert Ferrandier et Vincent Koen, opcit, p 133.

⁴ - Eric chardoillet, Marc Salvat, et Henri Tournyol du Clos, L'essentiel des Marchés financiers (front office, post-Marché et Gestion des risques), édition groupe Eyrolles, Paris, 2010, p 184.

الخزينة لإقتناء جزء من أدونات الخزينة المصدرة وتوظيفها لدى المستثمرين. ومن أجل حمل صفة المختصين في قيم الخزينة (SVT) لابد من توفر مجموعة من الشروط:

- مساهمة أدنى في حجم أدونات الخزينة القابلة للتداول، بعد المناقصات.
- الإلتزام بالتسعير بالطلب على أدونات الخزينة القابلة للتداول، وكذا الإعلان عن أسعار الشراء والبيع (من المشتريين والبائعين) لهذه الأوراق.
- لا يحمل المختصون في قيم الخزينة هذه الصفة إلا بعد سنة، خلالها يكونوا متعلقين بتلك الأوراق.

وبالتالي يعمل المختصون في قيم الخزينة وفق دفتر أعباء، الذي يخضعها لجملة من الإلتزامات، كالتسعير على الشاشة للعمليات المتعلقة بالأصناف المختلفة لقيم الخزينة.

وتتمل مهام المختصين في قيم الخزينة (S.V.T) فيما يلي:¹

- تساهم في حسن سير المناقصات الخاصة بقيم الخزينة: يلتزمون بتقييم الطلب الإجمالي للسوق قبل العملية، ويعلنون تقديرهم لوكالة الخزينة الفرنسية (حالة فرنسا مثلاً)، التي تجمعهم بانتظام قبل المناقصات. ويشارك المختصون في قيم الخزينة بوجه بليغ في كل جلسات مناقصة، ويكون لها كحد أدنى وفي المتوسط على 12 شهر ، 2% من حجم المبالغ المطلوبة (les volumes adjugés).
- تضمن سيولة تامة لقيم الخزينة: يساهم أيضا كل مختص في قيم الخزينة في صفقات السوق الثانوية لهذه القيم، ويضمن تغطية إلى حد ما متجانسة من إجمالي تشكيلة المنتجات المصدرة من وكالة الخزينة الفرنسية، وكذلك من سوق الأمانة المسلمة. كما يلتزمون بشكل دائم بنشر سعر المشتري وسعر البائع على شاشة الخطوط الرئيسية لكل قطاع من السوق. وينشرون سيولة هذه القيم (أدونات الخزينة) على أنظمة التسعير الإلكترونية المختلفة.
- الإبلاغ بدقة لوكالة الخزينة الفرنسية: حول تطور السوق ونصحها وإرشادها فيما يتعلق بإدارة سياسة الإصدار للأوراق، من خلال معرفة عميقة عن المستثمرين وعن احتياجاتهم.

¹ - Dovogien, opcit, p p 48, 49.

ج- تنظيم وسير سوق أذونات الخزينة القابلة للتداول:

يمكن أن يكتتب في هذا النوع من الأوراق الأعوان الماليين أو غير الماليين، والمقيمين أو غير المقيمين، وبلا مانع للتداول أو التفاوض في أي لحظة، يعني يمكن إعادة بيعها قبل تاريخ الإستحقاق في السوق الثانوية لأذون الخزينة.

ج-1- أنواعها: وتجمع هذه الأذون صنفين من الأوراق:

-أذونات الخزينة بمعدل ثابت (les bons du trésor de taux fixe): تصدر لأجل من 13، 26 و 52 أسبوع، وتدفع الفوائد منذ الإصدار وفق مبدأ الخصم.¹ وتحسب هذه الفائدة على أساس نسبة بـ 360 يوما، والمقصود بمبدأ الخصم أن تباع الورقة بسعر أقل من قيمتها الاسمية، وفي تاريخ الإستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة عليها، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمر. فمثلا ورقة أذون خزينة بمعدل ثابت وبقيمة إسمية تقدر بـ 100 ون ولمدة 26 أسبوع (تقريبا 180 يوم) بسعر فائدة 6%. فيكون سعر الورقة عند الإصدار (سعر الشراء):

M : سعر الشراء أو قيمة الورقة عند الإصدار.

N : القيمة الاسمية للورقة.

n : مدة توظيف الورقة.

i : معدل الفائدة في السوق النقدية يوم الشراء.

وعمليا نجد قيمة الورقة عند الإصدار كالتالي:

كما أن هذه الأوراق تشكل السند الرئيسي للتمويل قصير الأجل للدولة، حيث تصدر لمواجهة ثغرات الخزينة بين التحصيل غير المنتظم للإيرادات العمومية (ضرائب مباشرة أو غير مباشرة) والالتزام المنتظم للنفقات (أجور الموظفين، الموردين للدولة...).

-أذونات بمعدل ثابت وبفائدة سنوية: تسمى أيضا بسندات الخزينة السنوية النمطية، ومدة إصدارها من سنتين إلى خمسة (05) سنوات، تدفع فيها الفوائد سنويا وتحسب طبقا للعدد الفعلي

¹ - Frédéric Herbin et des autres, opcit, p 39.

لأيام السنة (365-366 يوم). وبصفة عامة فإن إصدارات الخزينة العمومية صالحة لإعادة الخصم لدى البنك المركزي في أي وقت، وعادة ما يتم إصدار (خاصة التي تتراوح فترة إستحقاقها بين 03 شهور و6 شهور و12 شهراً) الأذونات في كل شهر بحيث يتم تعويض الإصدارات التي حل أجل إستحقاقها بالإصدارات الجديدة، ويمكن أن تختلف قيمة إجمالي المصدر منها عن قيمة إجمالي المستحق زيادة أو نقصان، حسب ما إذا كانت الحكومة في حاجة إلى أموال إضافية أو ترغب في تصفية جانب من السندات القائمة. فعلى سبيل المثال في الولايات المتحدة يتم إصدار هذه الأذونات دورياً وذلك بمعدل مرة كل أسبوع.

ج-2- السوق الأولية والثانوية لأذون الخزينة:

إن سوق أذونات الخزينة القابلة للتداول أكثر سيولة بالمقارنة مع أسواق الأصول المالية الأخرى القابلة للتداول. حيث يعد دور ونشاط المختصين في قيم الخزينة كصانعي السوق، عامل أساسي لتحسين السيولة سواء في السوق الأولية أو الثانوية.

- السوق الأولية لأذون الخزينة:

تصدر أذون الخزينة القابلة للتداول عن طريق المناقصة تبعا لمبدأ نداءات العروض وهي علنية حيث تضع في التنافس مؤسسات القرض، ومن خلال شبكات الإتصال تتدخل هذه الأخيرة إما كعارضة لنفسها أو لحساب زبائنها.¹ فالسوق الأولية مفتوحة إلا لمؤسسات القرض، حيث تنظم الإصدارات عن طريق البنك المركزي بمنافسة المختصين في قيم الخزينة، ففي فرنسا ضمن منطقة اليورو تنفذ المناقصة على أساس رزنامة تنبؤية محددة مسبقاً، بحيث تقدم أو تعلن كل يوم إثنين الأذونات بمعدل ثابت برزنامة الثلاثي (تتشر كل ثلاثة أشهر من طرف الخزينة)، ومن يوم الخميس الثالث من الشهر للأذونات بمعدل ثابت وبفائدة سنوية (BTAN) وهذه الأخيرة ترتبط برزنامة السداسي (سنة أشهر).

وفي مزادات الخزينة، نجد مثلاً أن الخزينة الأمريكية تقوم ببيع أذونات الخزينة ذات الـ 13 أسبوع وذات الـ 26 أسبوع كمدة نضوج في مزادات كل أسبوع، ولكن الخزينة تبيع الأذونات ذات الـ 52 أسبوع كل أربعة أسابيع.² ويتم الإصدار في الغالب وفق تقنية تسمى بالمزاد الهولندي أو بالسعر المطلوب، فكل مؤسسة قرض في شكل مختص في قيم الخزينة ترغب في شراء أذون الخزينة يتوجب عليها أن تقدم عرضاً بالسعر الذي تريده في الإكتتاب.³

1-J-L.BAILLY et des autres,opcit,p184

2-محمد صالح القرشي،اقتصاديات النقود و البنوك والمؤسسات المالية،ط1،إثراء للنشر والتوزيع، الأردن،2009،ص194

MICHEL SION,opcit,p131.1-

وتختلف مبالغ العروض المقدمة من مؤسسات القرض وكذا الأسعار المقترحة على تلك العروض، وتفضل الخزينة العروض ذات المعدل الفائدة الأقل أو المساوي لمعدل الإصدار المحدد من طرف الخزينة العمومية. بمعنى أن الخزينة وبأسلوب المزاد الهولندي تعلن عن خصائص الأذونات (تاريخ الإستحقاق الحجم، ...)، وتجمع المبالغ المقترحة الأكثر تفضيل والمرتبطة بالأسعار المرتفعة بالنسبة لـ (BTAN)، أو معدلات الفائدة الأقل بالنسبة لـ (BTF) ويتواصل الإجراء على الطلبات أو الاقتراحات المناسبة إلى غاية حجم الأذن المحدد للبيع.

وتجدر الإشارة أن معدلات الفائدة على أذونات الخزينة القابلة للتداول ترتبط بالمعدلات المطبقة في السوق ما بين البنوك، وباعتبار الخزينة المصدر الأكثر أمان فإنه بإمكانها الإقتراض بمعدل أقل بالمقارنة مع مؤسسات القرض.

مثال:

لنفرض مثلا إصدار أذونات خزينة بمعدل ثابت وذات أجل قصير (13 أسبوع) بأسلوب المزايدة الهولندي. وبالنسبة لهذه الأوراق تعلن المزايدات بمعدلات الفائدة على خلاف أذونات الخزينة بمعدل ثابت وبفائدة سنوية بنسبة مئوية من المبلغ الإسمي (مثلا 101% من المبلغ الإسمي الثابت للورقة بـ 2000 ون).

ويقترح العارضون معدلات فائدة لعروض مختلفة كانت كالتالي:

جدول رقم(5):معدلات الفائدة المقترحة على العروض

معدل الفائدة	المبلغ المطلوب (الوحدة: مليون وحدة نقدية)
6.5%	1500
6.55%	4000
6.60%	2000

المصدر:من إعداد الباحث.

ونفرض أن المعدل المحدد من طرف الخزينة هو 6.55%، والذي سيحدث قبول بعض العارضين بالنظر إلى الأسعار المقترحة. ويقوم المصدر (الخزينة) بقبول العروض ذات الفائدة الأقل أو المساوي للمعدل المحدد من طرفها (حالة أذونات بمعدل ثابت).

وبالتالي يتم قبول العرض الأول بـ 1500 مليون وحدة نقدية وبمعدل 6.5%، والعرض الثاني بـ 4000 مليون وحدة نقدية وبمعدل 6.55%.

وتجدر الإشارة أن المعدل المحدد (المقترح) من طرف الخزينة (المصدر) غير ثابت، بمعنى أنه يتم حساب معدل أكثر أهمية من المعدل المقترح أثناء جمع وقبول العروض.

ويحسب هذا المعدل كالتالي:

(%)

حيث 6.536% هي المعدل الحقيقي الذي يتم على أساسه حساب قيمة العائد على المبلغ الموظف من طرف كل عارض (مؤسسة قرض).

كما نشير إلى أنه في حالة ما إذا كان المبلغ المطلوب من الخزينة أكبر من المبلغ السابق (5500 مليون وحدة نقدية)، فإن الخزينة تلجأ إلى تخفيض المعدل المقترح (6.55% في مثالنا).

-السوق الثانوية لأذون الخزينة:

تشكل السوق الثانوية لأذون الخزينة القابلة للتداول السوق الأكثر نشاطا ضمن الأسواق الثانوية للأصول المالية الأخرى القابلة للتداول.

ولا تقتصر هذه السوق فقط على المختصين في قيم الخزينة، بل تجمع سوق التراضي هذه، الفئات التالية:

☒ أعوان سوق ما بين البنوك، وسماسرة قيم الخزينة المختصون في هذه السندات، وتقوم هاتان الفئتان بشراء وبيع الأذون لربائتهم.

☒ المختصون في قيم الخزينة: تعمل هذه الفئة على تحريك وتنشيط السوق الثانوية بإقتراحها على الدوام مجالات من أسعار الشراء وأسعار البيع.

حيث لا تسعر هذه الأوراق في البورصة، لكن بشكل مباشر يتم التسعير بين الوسطاء (باعتبارها سوق تراضي) عبر شبكات الهاتف وبمجموع التقنيات والخدمات التي تمزج وسائل المعلوماتية بوسائل الإتصال (télématique).

كما أن هذه الأذون تهدف من جهة إلى ضمان إعادة التمويل، ومن جهة أخرى ضمان التوظيف لأجل معين.

وإذا جئنا إلى سعر وناتج أذونات الخزينة في السوق الثانوية، فإننا نجد:

بالنسبة لأذونات الخزينة ذات المعدل الثابت تتم المفاوضات على أساس معدل العائد أو الناتج (le taux de rendement) موضح بالمائة لسنة مقدرة بـ 360 يوم، وبعدها عشرين.

مثال:

نقترح بأن سعر الخصم لأذونات الخزينة بمعدل ثابت (BTF) 6.90% بقيمة إسمية 1 مليون وحدة نقدية، وتاريخ إستحقاقها 13 أسبوع (91 يوم)، فنجد السعر عند الإصدار كما يلي:

في حين أن السعر الذي سيتم إعلانه في السوق الثانوية هو سعر العائد أو الناتج وليس سعر الفائدة عند الإصدار (6.90% حسب مثالنا).

حيث:

t_r : معدل العائد المعلن في السوق الثانوية.

t_e : سعر الفائدة عند الإصدار.

ومن معطيات المثال نجد أن سعر الفائدة في السوق الثانوية كما يلي:

ويمكن حساب هذا المعدل أيضا من خلال معدل الناتج الفعلي (معدل العائد الفعلي) وهو العائد المحسوب على أساس القيمة المدفوعة:¹

t_r : معدل العائد الفعلي.

DV : قيمة الخصم في حالة الشراء أو في حالة البيع (الفرق بين القيمة الإسمية للأذن وسعره).

BP : سعر الأذن (القيمة المدفوعة).

n : المدة المتبقية عن الإستحقاق.

كالتالي المعدل نجدو عمليا:

t_r

ونخلص إلى أن سعر الفائدة في السوق الثانوية دائما أعلى من سعر الفائدة عند الإصدار في السوق الأولية.

¹ - أرشد فؤاد التميمي. مرجع سابق. ص. 64

ثانيا- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

1. ماهية وأهمية الشهادات:

تمثل أداة دين تصدرها البنوك التجارية للمودعين ويقدم لحاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، ويتم إسترداد القيمة الإسمية لها في تاريخ الإستحقاق من البنك الذي أصدرها. وقد كانت هذه الشهادات اسمية وغير قابلة للتداول من شخص لآخر قبل عام 1961، ومنذ عام 1961 أصبحت تتمتع بإمكانية إعادة بيعها في السوق الثانوية، ومن هنا جاء وصفها بأنها شهادات قابلة للتداول¹.

أي أن المودع يوافق على ترك الوديعة لدى البنك حتى تاريخ استحقاق شهادة الإيداع، إذ يمكن أن يحتفظ المودع بشهادة الإيداع حتى تاريخ استحقاقها، حينها يسدد له البنك المبلغ الذي أودعه بالإضافة إلى الفائدة، ومن جهة أخرى يمكن أن يبيع المودع شهادة الإيداع في السوق قبل حلول موعد الإستحقاق.

ويتضح من مفهوم شهادات الإيداع أنها ودائع، ولذلك هذه الميزة تجعل من جهة إصدارها تتمثل بالبنوك التجارية، إلا أنه لا يمنع من إصدارها من قبل مؤسسات مالية غير إيداعية في الآونة الأخيرة نتيجة تحرير هذه المؤسسات من القيود.

وعموما يتم اصدار شهادات الإيداع استجابة لطلبات المستثمرين، وقد تكون بمبادرة من البنوك والمؤسسات المالية لرفع حجم أموالها، ضف إلى ذلك أن دخولها لحيز الوجود كان نتيجة لتفادي التقلبات الحادة في أسعار الصرف والإضطرابات في الأسواق النقدية².

وتقوم معظم البنوك التجارية والمؤسسات المالية حاليا بإصدار هذه الشهادات بنجاح كبير، حيث تمثل مصدرا هاما للموارد المالية التي تحصل عليها تلك المؤسسات، وبالتالي أصبحت هذه الشهادات غير شخصية أي لحاملها الذي يتصرف فيها بالبيع أو التنازل لطرف آخر، كما يمكنه الإنتظار حتى تاريخ الإستحقاق المدون على الشهادة.

كما أن ظهور هذه الأداة جاء نتيجة لمعاناة السوق المحلية من عدم وفرة القنوات الإستثمارية، فتم إنشاؤها لترضي كل من المستثمر من حيث العائد والبنوك والمؤسسات المالية من حيث الإستقرار.

خاصة وأن نظام الودائع يختلف عن حساب الإدخار من حيث مرونة السحب حسب حاجة المستثمر، لذا كان من الواجب إيجاد أداة داخل السوق المحلية ترضي كلا من الجانبين فكان إصدار ما يسمى بشهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، وتكمن أهمية اصدار شهادات الإيداع في كونها:

¹ - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص 127.

² - نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط للأعمال الفنية والإخراج الصحفي، طرابلس، 1998، ص 47.

- أداة لتعبئة الإدخارات وزيادة الوعي المصرفي.
- توفير أداة ذات عائد مستقر يتمثل بالفائدة.

2. أنواع شهادات الإيداع القابلة للتداول:

تصدر شهادات الإيداع بمبلغ معين وبفائدة محددة ولمدة معينة، حيث تكون تواريخ إستحقاقها في الغالب ما بين يوم إلى سنة¹.

وعلى الرغم من تعدد جهات اصدار شهادات الإيداع، إلا أنه كل جهة قد تصدر واحدة أو كل من الأنواع الآتية من الشهادات:²

أ. شهادات تصدرها البنوك المحلية وبالعملة المحلية، وباستحقاق أقل من سنة، وتعد البنوك التجارية الجهات الأكثر إصدارا لهذه الشهادات، وقد تصدر شهادات باستحقاق أكثر من سنة وتسمى termCDS، وبمعدلات فائدة أعلى تدفع مرتين في السنة، وأغلب الدول العربية تصدر بنوكها شهادات بالعملة المحلية، مثلا الأردن، لكن هذا لا يمنع من إصدار شهادات بالعملة الأجنبية.

ب. شهادات إيداع بسعر فائدة عائم، يتم تعديله على أساس سعر فائدة مرجعي إما يوميا أو أسبوعيا أو شهريا أو كل ثلاثة أو ستة شهور، وفي الغالب هذه الشهادات ذات إستحقاق يتراوح بين 18 شهرا إلى 5 سنوات، وأول إصدار لها كان عام 1977 من قبل فروع البنوك التجارية اليابانية والدولار الأمريكي.

ج. شهادات الإيداع باليورو دولار، أول إصدار لها عام 1966، وهي عبارة عن شهادات تصدر بالدولار الأمريكي في لندن من قبل البنوك الأمريكية والكندية، والأوروبية واليابانية.

د. شهادات الإيداع بالدولار الأمريكي، وتصدرها البنوك المحلية الأمريكية، كما تصدرها بعض البنوك العربية.

وفيما يتعلق أيضا بإصدار شهادات الإيداع فإنها تصدر في صورتين:³

- تصدر عامة للجمهور، حيث تباع بقيمة أصغر نسبيا ويطلق على هذا الإصدار Tranch CDS.

- وقد يكون إصدار هذه الأداة الاستثمارية خاصا وفقا لرغبة مجموعة من المودعين بشروط يتفقون عليها مع البنك المصدر وبقيمة أكبر نسبيا، ويطلق على هذا النوع من الإصدار TAP CDS.

¹ - Roland portait et patrice poncet, opcit, p 100.

² - ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، مرجع سابق، ص 70، 71.

³ - حسني علي خريوش وعبد المعطي رضا ارشيد، ومحفوظ أحمد جودة، مرجع سابق، ص 46.

3. مزايا شهادات الإيداع القابلة للتداول

مما سبق يتبين أن شهادات الإيداع هذه تتسم بما يلي:

أ. تتمتع بدرجة سيولة ودرجة كبيرة من الأمان، لأن فترتها الزمنية قصيرة الأجل في الغالب، ولأنها تصدر من بنك أو مؤسسة مالية، كما يمكن التصرف بها في أي وقت بعد شرائها.

ب. قابلة للتداول في السوق الثانوية، أي يمكن تسيلها قبل تاريخ الإستحقاق، حيث أنها قابلة للتداول بالانتقال من مالك إلى آخر بسبب أنها تصدر لحاملها، كما تنتقل الوديعة المضمنة فيها عن طريق تسليم الشهادة يدًا بيد من البائع إلى المشتري.

ج. مرونة عالية من حيث تنوع آجال إستحقاقها ومبالغها ومعدلات فائدتها بما يتناسب ورغبات جميع فئات المستثمرين.

د. إضافة إلى أنها في الغالب قد تكون مضمونة (مكفولة) من قبل البنك المركزي، وأنها تجنب المستثمر مخاطر تقلبات أسعار الصرف والعملات الأجنبية¹، وبجانب هذا، توجد مؤسسات لضمان الودائع في معظم الدول، ومهمة هذه المؤسسات ضمان مبلغ الوديعة لغاية سقف محدد.

4. سوق شهادات الإيداع القابلة للتداول

أ. السوق الأولية والثانوية:

بالنسبة للمكتتبين في شهادات الإيداع الفرنسية مثلاً، وعلى مستوى السوق الأولية تعد هذه السوق بشكل واسع محلية، ما دام 98.5% من إجمالي تلك الورقة، يكتب فيها من المقيمين، فنجد في الصف الأول مؤسسات القرض بـ 32% من إجمالي الإكتتاب من تلك الأوراق، إضافة للشركات والمؤسسات الفردية بـ 25%، وهيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية بـ 21% والتي منذ عدة سنوات ضمن الصف الأول.²

في حين السوق الثانوية، تعد أقل نشاطاً بالمقارنة مع تلك المتعلقة بأذون الخزينة القابلة للتداول، وتتم أهم الصفقات بين مؤسسات القرض وزبائنها المكتتبون الذين يرغبون بإعادة بيع أوراقهم قبل تواريخ استحقاقها، ويقوم في العادة المصدر (l'émetteur) بإعادة شرائها إما يلغيها، وإما تحفظ إلى غاية تاريخ استحقاقها أو أيضاً يعيد بيعها في السوق الثانوية.

¹ - فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، ط1، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 275.

² - J-L.BAILLY et des autres, opcit, p 185.

وقد كانت بيوت الخصم مؤهلة لتحديد أسعار بيع وشراء شهادات الإيداع التي يمكن تداولها بالكامل، كما ساعدت بيوت الخصم على ضمان إنشاء سوق ثانوية نشطة ووافرة السيولة لبائعي ومشتري شهادات الإيداع، وبذلك توفرت لحامل الشهادة درجة أكبر من السيولة عنها في الوديعة لأجل التقليدية بسبب إمكانية بيع شهادات الإيداع في أي وقت¹.

كما تشمل السوق الثانوية على عدة مشترين للشهادات من بنوك ومؤسسات مالية وشركات ترغب بالاستثمار بالأسعار السائدة في السوق. وتقدم شهادات الإيداع مخاطر ائتمانية ضئيلة نسبياً، كما تقل المخاطر المتعلقة باحتمالات إخفاق البنوك والمؤسسات المالية في تسديد قيمة الوديعة بالفائدة في تاريخ الاستحقاق وتستفيد البنوك والمؤسسات المالية من شهادات الإيداع المتداولة في السوق، من التوفيق بين التزاماتها والتزاماتها، وذلك باستخدام أصول مستحقة السداد للوفاء بالتزاماتها عندما تصبح مستحقة الدفع.

كذلك في إطار سوق شهادات الإيداع، بإمكان البنك أو إحدى المؤسسات المالية بيع شهادات الإيداع التي يحتفظ بها بدلاً من الاقتراض من جهات أخرى، وذلك مثلما أسلفنا الذكر أن معظم الشهادات التي تحتفظ بها البنوك بمثابة أصول لديها في شكل استثمارات قصيرة الأجل.

• سعر وعائد شهادات الإيداع:

تباع شهادات الإيداع القابلة للتداول في السوق الثانوية على أساس العائد وليس على أساس الخصم².

ويمكن توضيح ذلك بالمثال التالي:

اشترى مستثمر شهادة إيداع بمبلغ 2000 دينار (كقيمة إسمية)، تستحق بعد 182 يوم، وبسعر فائدة مثبت عليها 8%.

الحالة الأولى:

إذا قام حامل السند بالإحتفاظ به لغاية تاريخ استحقاقه فإنه يحصل في النهاية على المبلغ التالي:

M : قيمة الوديعة أي المبلغ المودع، بالإضافة إلى الفائدة المستحقة الدفع في تاريخ الإستهقاق.

¹ - برايان كويل، مرجع سابق، ص ص 68، 69.

² - نوزاد الهيتي، مرجع سابق، ص 48.

الحالة الثانية:

أما إذا احتاج حامل السند إلى سيولة قبل تاريخ الإستحقاق وكان هذا الإحتياج بعد 90 يوم من شرائه، فيمكن لحامله بيعه في السوق الثانوية مع العلم أن سعر الفائدة في السوق أصبح 10%، وهذا الإرتفاع في سعر الفائدة يؤدي إلى تراجع الطلب على تلك السندات ذات المعدل المقدر بـ 8%.
ويكون سعر بيع هذه الورقة كالتالي:

ويكون هامش الربح بذلك:

$$2028,15 - 2000 = 28,15$$

أما إذا كان هناك إنخفاض في سعر الفائدة وليكن 6%، يتزايد الطلب على الشهادات المصدرة بـ 8% لأن عائدها أكبر، ويحصل حامل السند على مبلغ البيع التالي للسند:

إذا هامش الربح:

$$2050,14 - 2000 = 50,14$$

ونحصل على معدل العائد بالنسبة للحالة الأولى:

أما معدل العائد في الحالة الثانية:

ثالثاً- أوراق الخزينة (سندات الصندوق):

مخصصة لتسهيل التمويل قصير الأجل للمؤسسات غير المالية، وبالتالي مؤسسات القرض مستبعدة من ذلك. وقد تم إدخال هذه التقنية في فرنسا سنة 1985 تقليداً للأوراق التجارية الأمريكية. وتتراوح فترة إستحقاق هذه الأخيرة (السندات الأمريكية) بين يوم و 270 يوم داخل السوق النقدية الأمريكية.¹

¹- ROBERT FERANDIER et VINCENT KOEN, opcit, p 138.

وتقنية أوراق الخزينة مفتوحة لكل المؤسسات الصناعية والتجارية الخاصة إضافة للمؤسسات العامة ... وتشكل أوراق الخزينة الوجه المباشر بين المؤسسات ذات الإحتياج التمويلي قصير المدى وتلك المؤسسات ذات الفوائض في خزينتها، كما تمثل مصدر تمويلي أقل تكلفة، حيث يقتصد المصدر (L'emetteur) الهامش البنكي للتمويل.¹ وتكون أوراق الخزينة مجسدة في شكل أصول مالية قابلة للتداول، وتصدر بمبالغ إسمية موحدة. كما أن تواريخ إستحقاقها تكون محصورة بين يوم وسنة، لكن الأجل الأكثر إستعمالاً تكون بين 15 يوماً وثلاثة أشهر.²

1- سوق أوراق الخزينة:

أ- شروط الإصدار:

يتوفر في مصدر (L'emetteur) أوراق الخزينة الشروط التالية:

- مضى على إنشائه سنتين.
- لديه ميزانيتين مصدقتين.
- يجب أن يتخذ شكل شركات أسهم مقيمة أو غير مقيمة، ويكون مفوض للقيام علنياً ببناء للإدخار.

وكل إصدار لأوراق الخزينة يجب بشكل إجباري أن:

- يكون موطن (domicilié) على مستوى مؤسسة القرض، مؤهلة لقبض ودائع تحت النظر.
- تكون موظفة (placée) من طرف مؤسسات القرض.
- يحصل على تأشيرة (visa) مسبقة من لجنة عمليات البورصة (COB).

وتتقاضى مؤسسات القرض عمولات لقيامها بدور الوسيط الضروري بين المؤسسات المصدرة لأوراق الخزينة والمكتتبين، وبالتالي فهي متدخل أساسي في سوق أوراق الخزينة.

وهذه البنوك مدعوة أيضاً لتقديم خطوط قروض بديلة للمصدرين (Les émetteurs) قد تصل إلى 95% من مبلغ الإصدار، وتكون قابلة للإستخدام من قبل المصدر في حال إنكماش سوق أوراق الخزينة.³

كما إن إصدارات أوراق الخزينة تعد مصنفة عموماً من قبل وكالات التصنيف (مثل standard and poor's, Mody's)، حتى تسمح للمستثمرين أن يكون لديهم رأي أو حكم

¹-MICHEL SION, OPCIT, P117.

²- GILLES KOLIFRATH et THOMAS JOURNEL, opcit, p 35.

³- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية (قضايا نقدية ومالية)، ط1، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، لبنان 2000، ص 232.

حول نوعية الأصول التي يشتروها. فبعض الأموال لا توجه نحو عملية شراء السندات التي يكون تصنيفها أدنى، وهذا مايعطي أهمية لتقييمات الوكالات في ذلك.¹

وبالتالي يساهم تصنيف هذه السندات في نجاح إصداراتها بإظهار توافيق مصدريها وذلك من خلال مايعرف بوكالات التقييم المالي أو تصنيف المؤسسات.

ب- السوق الأولية والثانوية:

ب-1- السوق الأولية:

- إجراءات الإصدار:

تستطيع المؤسسات التي تتوفر فيها الشروط السالفة الذكر أن تجري إصدار لأوراق الخزينة مع مراعاة الحصول على تأشيرة الإصدار من لجنة عمليات البورصة، وذلك بعد إيداع ملف. كذلك عملية الإصدار تكون بتدخل وكالة للإكتتاب يعكس دورها على ضمان التوظيف للمستثمر (خطر عدم الدفع في تاريخ الإستحقاق) ومواءمة الأوراق المصدرة لإحتياجات المصدر (L'emetteur).²

أي لا تتم عملية بيع الإصدارات مباشرة، وإنما يكون ذلك بتدخل وكالة للإكتتاب يكمن دورها في تقييم برامج الإصدار بتخصيص تصنيف للسندات لتقيم بذلك خطر عدم السداد ومن ثمة تعمل على التوفيق بين طلبات المستثمر، وإحتياجات المؤسسة المصدرة، وهذا بعد حصول هذه الأخيرة على تأشيرة الإصدار.

- الإكتتاب في أوراق الخزينة:

يتم الإكتتاب في أوراق الخزينة بشكل أكبر من طرف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (opcv) ومؤسسات القرض، حيث وصلت نسبة المقيمين المكتتبين فيها سنة 1998 إلى 98.4% وتشكل مؤسسات القرض المقتني الرئيسي لتلك السندات (77%)، في حين هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة إكتتبت بنسبة 13%.³ كذلك بإمكان كل الأصناف المتعاملين أن يتقدموا إلى هذه السوق كمكتتبين من شركات تأمين، صناديق تقاعد ... إلخ.

وقد أصبح الميول المتنامي للبنوك في الإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة من الأعوان غير الماليين في أسواق رؤوس الأموال ميزة للتحويل من طبيعة الوساطة البنكية لتعويض إنخفاض القروض البنكية أحيانا، وتتدخل البنوك أكثر في سوق رؤوس الأموال لمنح التمويلات، الأمر الذي هيا لما يسمى بوساطة السوق.

¹- DIDIER MARTEAU, Monnaie, Banque et marches financiers, edition economica, Paris, 2008, p80.

²- ROBERT FERRANDIER et VINCENT KOEN, opcit, p 142

³- J-L.BAILLY et des autres, opcit, p186.

- أسعار الفائدة على أوراق الخزينة:

إن المعدل المرجعي في سوق أوراق الخزينة عبارة عن معدل الفائدة في السوق النقدية، وهذه المعدلات تتغير تبعاً لنوعية المصدر (L'emetteur). وتحسب الفوائد على هذا النوع من الأوراق وفق مبدأ الخصم، وهذا يعني أن حامل الورقة (المستثمر) يدفع أقل من القيمة الاسمية للسند، ويحصل على المبلغ النقدي المعادل لقيمة السند عند تاريخ الإستحقاق. وتحسب الفوائد على أساس عدد الأيام المقدرة بـ 360 يوم وبمعدل فائدة ثابت. بالإضافة إلى ذلك فإن المعدل المحدد من طرف المؤسسة يفوق المعدل المطبق من طرف الخزينة العمومية، وذلك لأن إقتراضات الخزينة العمومية تبقى توظيفات مؤكدة (أي لاوجود لخطر الخسارة)¹.

ب-2- السوق الثانوية:

تعد السوق الثانوية لأوراق الخزينة شبه غير موجودة، وتفسر هذه الوضعية بالأسباب الثلاثة التالية:

- لأوراق الخزينة مدة حياة جد قصيرة في الغالب، لذلك تبقى في حوزة المستثمرين (المقتنين لها) إلى غاية تاريخ إستحقاقها.
- تنوع الأوراق المصدرة، من حيث المبالغ وتواريخ الإستحقاق، لم يساعد على إنشاء سوق ثانوية نشطة.
- تقبل البنوك عموماً على إسترجاع الأوراق للمستثمرين إذا واجهوا عجز غير متوقع في خزائنتهم، فتضمن البنوك بذلك سيولة السوق، ولكن ستحد بنفس العملية من تداول السندات بين الأعوان غير الماليين.

ونخلص من ذلك أن السوق الثانوية لأوراق الخزينة أقل نشاطاً بالمقارنة مع السوق الثانوية للأصول الأخرى القابلة للتداول، وبالرغم من وجود سوق ثانوية أقل نشاطاً فإن هذا لا ينفى سائلة أوراق الخزينة، فإذا كان المستثمر (حامل السند) في حاجة للسيولة قبل أن يحل تاريخ إستحقاق ذلك السند، فله إمكانية بيعه إلى المؤسسة المصدرة له.

¹- JEAN LONGUETTE, PASCAL VANHOVE, Economie Générale, édition DUNOD, pari, 2001, p 179.

ج - الوسيط:

إن دور الوسيط الماليين ثلاثي في هذه الحالة، حيث يضمنون خطوط قروض بديلة للمصدرين كما ذكرنا سابقاً، وتوطين عملية الإصدار وتوظيف الأوراق، ويعمل الوسيط على التقريب بين العروض والطلبات الصادرة في السوق والتشجيع على الأسماء الجديدة للمصدرين، وضمان سيولة السوق للمستثمرين.

وتحتل البنوك مكانة هامة في سوق أوراق الخزينة وذلك بفعل العلاقات المميزة مع المؤسسات ودورها في توطين الأوراق.

رابعا- السندات القابلة للتداول لأجل متوسط:

كل شخص معنوي قادر على إصدار الأصول المالية القابلة للتداول بإمكانه إصدار سندات قابلة للتداول لأجل متوسط، لآجال تمتد من سنة إلى أجل أكبر غير محدد.¹

فكل مصدر لديه القدرة على إصدار شهادات الإيداع، وأوراق الخزينة... إلخ، إما مقيم أو غير مقيم، بإمكانه إصدار سندات لأجل متوسط قابلة للتداول، والتي يتجاوز أحيانا تواريخ إستحقاقها السنة.

تم إنشاؤها في سنة 1992 قصد تسهيل تمويل المؤسسات لأجل متوسط، ومن جهة أخرى كانت هناك رغبة لإنشاء أوراق مماثلة للسندات الأمريكية متوسطة الأجل وذلك لتشجيع تدويل منطقة أو سوق باريس.²

وتسمى هذه الأوراق بسندات الأورو ذات الأجل المتوسط، إذا تم تداولها على مستوى الأسواق الدولية.

وما دام هذه الأوراق تصدر لآجال متوسطة الأمر الذي يجعل السوق النقدية ذات التمويل المباشر لأجل قصير ومتوسط تتقاطع وبدون حواجز مع السوق المالية ذات التمويل المباشر لأجل متوسط وطويل المدى.

1- السوق الأولية والثانوية: يمثل المكتتبون في السندات القابلة للتداول لأجل متوسط في كل من

هيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية، والمستثمرون التأسيسيون، ومؤسسات القرض وتكون هذه الأطراف إما مقيمة أو غير مقيمة. كما أن لمصادر السندات القابلة للتداول لأجل متوسط يتم في الغالب من البنوك، ويبقى المكتتبون بشكل كبير محليين، في سنة 1998 أقل من

¹ - Christian et Mireille Zambotto, Gestion Financiere (finance de marché), 2^{ème} édition, Dounod, Paris, 2000, p 10.

² - Gilles Kolifrat et thomas Journel, opcit, p 36.

3% من تلك السندات تم إكتتابها من طرف غير المقيمين، خاصة وأن مؤسسات القرض وهيئات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية إكتتبت سنة 1998 على التوالي 67% و 12% من السندات المصدرة، مع العلم أن حصة الأعوان المقيمين غير الماليين تبقى أقل من 10%.

تشكل هذه السندات أحيانا صعوبة للمصدر غير المقيم عندما تكون غير مجسدة، لأنه مجبر على وضعها في بنك وطني مؤسس في الإقليم الوطني كما هو الحال في فرنسا، حيث يلتزم المصدر بوضع الملف لدى البنك المركزي الفرنسي قبل 15 يوم لأول عملية إصدار وهذا الملف محدد من طرف لجنة العمليات في البورصة (COB).¹

وهذا يعني إلزام المصدر بشكل مسبق بالحصول على تأشيرة (visa) من لجنة عمليات البورصة إنطلاقا من ملف يقدم كذلك إلى السلطات النقدية، وفيما يتعلق بالأسعار تصدر هذه السندات بمعدل ثابت يتحدد بحرية أو بسعر قابل للمراجعة (أي مرتبطة بأسعار الفائدة المرجعية في السوق النقدية)، وتدفع الفوائد سنويا وتحسب طبقا للعدد الفعلي لأيام السنة (365-366).

في حين السوق الثانوية ومن أجل توفير السيولة في السوق توجد هناك إمكانية قيام المصدر بإعادة شراء ذلك النوع من السندات، ولطالما السندات المتداولة في السوق الثانوية ذات مدة تفوق السنة، تبقى أقل جاذبية.

خامسا- خصائص عامة للأصول المالية القابلة للتداول:

تتشارك الأصول المالية القابلة للتداول في السوق النقدية في مجموعة من الخصائص:

- فهي تتشابه من حيث الطبيعة القانونية إما سندات لحاملها أو سندات لأمر.
- يتم إصدار الأصول المالية بتواريخ استحقاق تمتد من يوم وبدون حد أقصى، الأمر الذي يضمن إستمرارية آجال الإستحقاق من أقصر الآجال إلى أطول الآجال.²
- تصدر في الغالب بقيمة موحدة دنيا.
- تكون الأصول المالية جد مهيأة لإحتياجات المصدرين (les emetteurs) والمستثمرين خاصة من ناحية مبالغ الإصدار.
- قابلية تداول الأصول المالية في السوق الثانوية.

¹ - Robert Ferrandier et Vincent Koen, opcit, p 150.

² - JEAN BARREAU ET JACQUELINE DELAHAYE, OPCIT, p16.

- تشكل الأصول المالية موضوع هام لوكالات التصنيف.¹

- يتدخل البنك المركزي في سوق الأصول المالية القابلة للتداول من أجل الرقابة على تباعد أسعار الفائدة، وذلك في إطار سياسته النقدية وعلى وجه التحديد السوق المفتوحة إما بشراء أو بيع الأوراق المالية في السوق الثانوية.

ففي السوق النقدية الفرنسية نجد أن البنك الفرنسي ولجنة الأسواق المالية ومؤسسات القرض كلهم مكلفين بالسهر على إنتظام العمليات المتعلقة بسوق الأصول المالية القابلة للتداول. وإلى جانب الرقابة على أسعار الفائدة يقوم بنك فرنسا بتقديم معلومات حول سوق الأصول المالية القابلة للتداول بنشرها على فترات زمنية منتظمة، وتتعلق هذه المعلومات بإحصائيات خاصة بالمصدرين (les emetteur)، بالمنتجات المالية وبرامج الإصدار...الخ.²


¹ - DOMINIQUE POINCELOT, OPCIT, P65.

² - JEANBARREAU ET JACQUELINE DELAHAYE, OPCIT, P 16.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال الفصل الأول يمكن أن نخلص إلى أن :

- السوق النقدية تتشكل من قسمين رئيسيين هما سوق ما بين البنوك وسوق الأصول المالية القابلة للتداول.
- انطلاقاً من التعريف الضيق لمفهوم السوق النقدية تشكل النقود المركزية موضوع المبادلة في سوق ما بين البنوك أي بين جميع المؤسسات الائتمانية المشاركة من خلال حسابات مفتوحة لدى البنك المركزي.
- وحسب التعريف الواسع للسوق النقدية تعتبر سوق الأصول المالية القابلة للتداول السوق المفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين التي لها فائض نقدي أو حاجة إلى سيولة مستخدمة بذلك أدوات تمويلية لتسهيل عمليات التداول من سندات الخزينة العمومية، شهادات ايداع...إلخ.
- يتدخل في السوق النقدية مجموعة من المشاركين كالوكلاء الماليين أي الجهاز البنكي بما فيه المؤسسات المالية غير البنكية كشركات التأمين وصناديق الادخار بالإضافة إلى الخزينة العمومية المتميز بإزدواجية الوظيفة حيث تعتبر تارة وكيل مالي وتارة أخرى وكيل غير مالي.
- إلى جانب هذه المؤسسات يوجد الأفراد والمؤسسات غير المالية وكذا وسطاء السوق النقدية كمشاركين في السوق النقدية.
- تتم عمليات تبادل أرصدة مؤسسات الائتمان في سوق ما بين البنوك من خلال عمليات المنحة أو الأمانة أو من خلال عمليات الشراء/ البيع النهائي.
- في رحاب سوق ما بين البنوك يمكن للبنوك أن تسد وتواجه حاجاتها التمويلية مباشرة في البنك المركزي وهذه العملية (إعادة التمويل) لا تتم بصفة مجانية كما أنها لا تتم بصفة غير محدودة، الأمر الذي يمكن البنك المركزي من الإحاطة بمستوى الأسعار لأجل قصير والتي تعتبر كمرجع في السوق النقدية.
- تكون الأصول المالية المتداولة في سوق الأصول المالية القابلة للتداول مهياً أكثر لاحتياجات المصدرين (les emtteurs) والمستثمرين كما يمكن للحكومة أن تحصل على التمويل اللازم بفعالية بواسطة الأوراق المصدرة من طرفها وإدارة دينها العام ومن ثمة تفادي خطر التضخم.
- إن الأصول المالية المتداولة تشترك في مجموعة من الخصائص بما فيها قابلية تداولها في السوق.



الفصل الثاني

أهمية السوق النقدية

في تمويل الاقتصاد

تمهيد:

إن السوق النقدية وانطلاقاً من قسميها (سوق ما بين البنوك، وسوق الأصول المالية القابلة للتداول) عبارة عن المكان الذي يجمع كل المؤسسات، ويربط العلاقات التي تحرك الأموال ذات الأجل القصير والمتوسط من المقرضين إلى المقترضين.

كما أن السوق النقدية المفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين الماليين وغير الماليين بما فيهم الخزينة العمومية لا تقل أهمية عن الأسواق الأخرى، خاصة من ناحية توفير أدوات التمويل، فمثلاً تهدف السندات الحكومية إلى توفير إيرادات مالية للحكومة ومن ثمة تلبية متطلبات الإنفاق الحكومي، وإلى تشجيع الإدخارت، كما يتم تداول هذه السندات في السوق النقدية في عمليات أخرى (كعمليات الأمانة، عمليات السوق المفتوحة...).

وفي رحاب هذه السوق تتدخل السلطات النقدية يومياً بصور ووسائل مختلفة للملاءمة بين الظروف الفردية لعناصر السوق النقدية وبين الأهداف الاقتصادية العامة.

ويهدف هذا الفصل إلى التطرق إلى كفاءات تمويل النشاط الاقتصادي في المبحث الأول، وخصص المبحث الثاني للدور التمويلي للسوق النقدية في الاقتصاد، أما المبحث الثالث يتناول تطبيق السياسة النقدية على مستوى السوق النقدية.

المبحث الأول: طرق تمويل النشاط الاقتصادي

يحتاج سير الاقتصاد لرؤوس أموال تنتقل بين الأعوان الاقتصاديين المكونين للدولة، عن طريق الاقتراض لتمويل نشاطاتها أو احتياجاتها. فبعض الأعوان لا تكفي مواردهم المالية لتغطية نفقاتهم (نقص في التمويل الذاتي للمؤسسات)، وبالتالي يتشكل لديهم احتياجات للتمويل، أما البعض الآخر من الأعوان يملكون إدارات لا يستعملونها في الاستثمار بأنفسهم، وبالتالي تتشكل لديهم قدرات على التمويل يمكن استعمالها من طرف الأعوان المستثمرين في الاقتصاد.

ومن خلال الجمع أو التعديل بين احتياجات وقدرات التمويل نصل إلى طريقتين لتمويل الاقتصاد، وهما التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.

المطلب الأول: التمويل المباشر

الفرع الأول: طبيعة ودور التمويل المباشر

يتم التعامل مباشرة ما بين المقرضين (وحدات الادخار) والمقترضين (وحدات العجز) دون وساطة طرف آخر، إذ يحصل المقترض على موارد مالية مقابل إصداره أصول مالية مباشرة لصالح المقرض.¹ وهذا النوع من التمويل يعبر عن علاقة مباشرة بين العون المقرض والعون المستثمر دون وجود أي وساطة مالية سواء كانت مصرفية أو غير مصرفية.

وتلعب الأسواق المالية المنظمة دور أساسي في التمويل المباشر، بفضل المزايا المتعددة التي تحملها. حيث تساهم الأسواق المالية في زيادة الإنتاج ورفع الكفاءة الاقتصادية، وذلك لدورها المباشر في تحويل الأموال من الأفراد الذين ليس لديهم فرص استثمارية منتجة إلى الأفراد الذين لديهم مثل هذه الفرص.²

فمرحلة تكوين رأس المال تتضمن ثلاثة أنواع من العمليات، وهي الإدخار والاستثمار والمالية، حيث توفر هذه الأخيرة للمستثمرين موارد مالية لا يقدر المستثمرون على تكوينها من إداراتهم لتحقيق نشاطاتهم. وهذا التزويد يمكن أن يتحقق من خلال أصول مالية أولية مباشرة، والتي هي عبارة عن

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 39.

² - غالب عوض الرفاعي وعبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، الجزء الأول، دار وائل، للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن،

2002، ص 36.

إصدارات تقوم الوحدات ذات العجز بإصدارها للاستدانة (الاقتراض) من الوحدات ذات الفائض، ومن أمثلتها الأسهم والسندات التي تصدرها المشروعات للحصول على فوائض المدخرين وذلك بهدف حصول هذه المشروعات على الأموال التي تحتاجها.¹

وبشكل أدق تتضمن الأصول المالية المباشرة (الأولية) كل سندات الدين والملكية، المصدرة من طرف الأعوان غير الماليين، بحيث يجمع مكيانيزم التمويل المباشر أساساً:

- الأسهم والسندات وسندات دين متنوعة مصدرة من طرف المؤسسات غير المالية والتي بفعل عدم كفاية التمويل الداخلي أو الذاتي لها، لديها احتياجات تمويلية لتشكيل رأس المال المادي.
- سندات الاقتراض للجماعات المحلية والدولة التي لديها عادة احتياج للتمويل.

وتشكل الأسهم وسيلة تمويلية تعكس نصيب صاحبها في ملكية المشروع بقدر قيمتها الاسمية، ومن خلالها يتم الاكتتاب في رأس مال المشروع. ويتم تجزئة رأس مال المشروع إلى عدة أجزاء يعبر كل جزء منها عن قيمة اسمية تشكل السهم، وتطرح هذه الأسهم في أسواق رأس المال ليتم اقتناؤها من قبل الراغبين في توظيف أموالهم.

وتحول هذه الوسيلة لمالكها بعض الحقوق والامتيازات من بينها:

- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
- ترشيح نفسه للمشاركة في إدارة الشركة بالقدر الذي يملكه من الأسهم
- الحصول على نصيبه من الأرباح الموزعة بما يعادل نصيبه من رأس المال المدفوع وهكذا فالعلاقة التي تربط نسبة الأسهم المملوكة من رأس مال الشركة مع الأرباح هي علاقة طردية، فتزداد حصة المستثمر من الأرباح، بزيادة حصته من الأسهم.
- وفي حالة التصفية فإن حامل السهم يتحصل على نصيبه من القيمة المتبقية، وذلك بعد تسديد الشركة ما عليها من التزامات، كما له أولوية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة والإطلاع على وضعية وسجلات الشركة.

¹ - محمود يونس، كمال امين الوصال، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الناشر قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، 2005،

وتستعمل القدرة التمويلية الناتجة عن الاكتتاب في الأسهم سواء من أجل انشاء مشروع جديد أو زيادة الطاقة الانتاجية لمشروع قائم بالفعل، ولا تكلف هذه الأداء التمويلية المشروع أية أعباء لطالما أن السهم يمثل المشاركة في الحصول على العائد المتوقع سواء أكان خسارة أو ربح.

في حين تشكل السندات أداة تمويلية أخرى في يد المشروعات لتمويل عملياتها الاستثمارية، وتمنح هذه الأداة للعون ذو الفائض المالي (الذي اقتناها) عائد ثابت في شكل فائدة نقدية مضمونة بعيدا عن المخاطر التي يمكن أن تحدث أثناء حياة المشروع الاستثماري الذي يتمتع باستقلالية عن مجموع دائنيه.

وكل هذه الأوراق يتم اقتناؤها في الغالب من طرف العائلات التي تحمل قدرات تمويل، ومن طرف مؤسسات غير مالية في وسعها عرض تلك القدرات التمويلية.

فالورقة المصدرة من طرف المقترض تحمل خصائص (المدة، المكافأة...) مرتبطة بالمشروع المراد تمويله، وهذه الخصائص تجد المقرض الذي يرضى بها والذي يرغب في تنفيذ توظيف بنفس الشروط (مكافأة، سيولة...)، بالإضافة إلى ذلك تظهر طبيعة ودور هذا الميكانيزم من خلال الوصف الجد مبسط من طرف الاقتصاديين (j.g. Gurley et E.S.SHAW)¹:

نفرض أن كل الأعوان الذين بحاجة لتمويل يبيعون من أجل مبلغ مرتبط بعجزهم أوراقا أولية يتم اقتناؤها من طرف أعوان لديهم قدرة تمويل. فتزداد الالتزامات المالية للعون ذو الحاجة، والنقود المحصلة يتم استعمالها في التداول في حين ترتفع المستحقات المالية للطرف الثاني (العون ذو الفائض) وتنخفض أرصده النقدية. والنقود المنفقة من الطرف الأول (العون ذو الحاجة للتمويل) نحو مشتريات السلع يمكن أن تعود على الطرف الثاني ذو الفائض بالزيادة في الإنتاج والمداخيل.

وفي هذه الحالة يعيد العون ذو الفائض تشكيل أرصده، وتظهر ذمة مالية مرتفعة أكثر بفضل زيادة حجم الأوراق المالية (المباشرة).

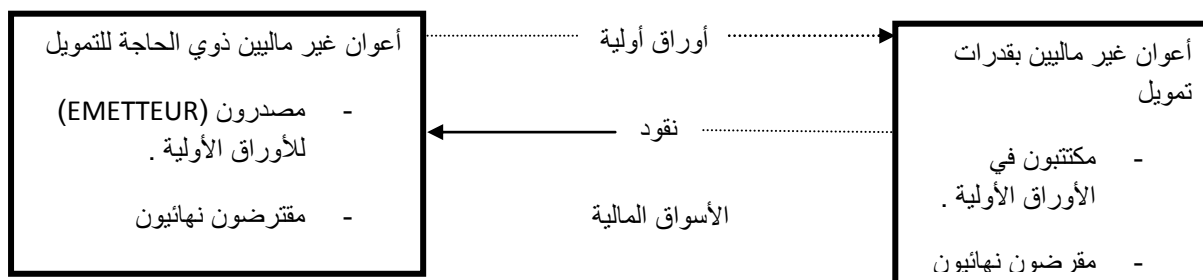
¹ - GILBERT KOENIG ,*Analise Monétaire et financière*, édition économique, Paris, 2000, p25.

الفرع الثاني: دائرة التمويل المباشر

يجمع النظام المالي الكيفيات التي تحل مشكل الفصل أو الابتعاد المالي بين الإدخار والاستثمار من خلال إصدار أصول مالية عبر دوائر تربط العلاقة بين الأعوان ذوي القدرة والأعوان ذوي الحاجة للتمويل، والتي من بينها دائرة التمويل المباشر.

وينشئ ميكانيزم التمويل المباشر علاقات مباشرة بين الأعوان ذوي القدرة والأعوان ذوي الحاجة للتمويل، وهذا ضمن إطار الأسواق المالية المنظمة أو من خلال العمليات التي تتم بالتراضي والمنفذة خارج تلك الأسواق.

مخطط رقم (2): دائرة التمويل المباشر:



Source: GILBERT KOENIG, opcit, p 25.

ويمثل المخطط تدفقات الأوراق الأولية والموارد النقدية بين المقرضين النهائيين الذين لديهم قدرة على التمويل المباشر في قيام الوحدات ذات العجز (المقترضين) بإصدار حقوق مالية على نفسها في شكل أسهم وسندات (الأصول المالية) وتبيعها إلى الوحدات ذات الفائض (المدخرين)، وبالطبع تكون الأصول المالية في هذه الحالة أصولاً مباشرة أو أولية لأن الذي يصدرها هو المقرض النهائي.¹

ويتحقق التمويل المباشر بالتراضي، بالالتقاء المباشر بين الأعوان أصحاب العجز في التمويل، البائعين لأوراق أولية للحصول على موارد نقدية، والأعوان أصحاب القدرة على التمويل، باقتنائهم هذه الأوراق (تدفق مباشر للأوراق الأولية) مقابل نقد (تدفق مباشر للموارد النقدية). وتمثل هذه الوضعية، حالة القروض والممنوحات النقدية المنفذة من جانب المساهمين لمؤسساتهم أو من قروض تكون ما بين المؤسسات.²

¹ - محمود يونس، كمال أمين الوصال، مرجع سابق، ص 80.

² - GILBERT KOENIG, opcit, p 25.

لكن أساس أو جوهر عمليات التمويل المباشر يتم في إطار الأسواق المالية المنظمة على صعيد مؤسسي.

حيث يفترض أن تكون الوظيفة الأولى للأسواق المالية، المساهمة في تمويل النشاط وخدمة النمو الاقتصادي، وذلك بتنظيم النقاء عروض واحتياجات التمويل.¹

فتسمح هذه الأسواق لأعوان أصحاب العجز بإيجاد الموارد النقدية المطلوبة، بعد إصدار أوراق أولية، (تدفق أوراق أولية عبر السوق). من جهة أخرى بإمكان المؤسسات المالية تنفيذ مشتريات ومبيعات الأوراق لحسابها داخل الأسواق المالية.

كما تتدخل المؤسسات المالية خاصة في هذه الأسواق من خلال عمليات السمسرة التي تستند إلى تقريب المشتري والمبائع، وأيضا من خلال عمليات المتاجرة، بشراء أوراق من أعوان غير ماليين من أجل بيعها للآخرين. نضيف إلى ذلك أن اللقاء بين ذوي الفائض من الأموال وذوي العجز يتم عن طريق طرف ثالث، قد يكون سمسار أو تاجر أو بنك استثمار أو بنوك الرهن العقاري كوسيلة لإتمام عملية التعاقد.²

فقد تصدر شركة ما العديد من الأوراق المالية لحاملها، ذات تواريخ استحقاق مختلفة، وتعتمد على المتعاملين وتجار الأوراق المالية لتغطية الاكتتاب بالإضافة إلى مجموعات متنوعة من المستثمرين... وتدخل التجار مثلا في العملية يسهل من إتمام الصفقة، وتخفيض التكاليف الخاصة بالمعلومات، وتسهيل هذه الأوراق وخلق سوق لها، وبذلك فهي تساعد على نمو السوق الثانوي للأوراق المالية بإعادة بيعها، ومن ثمة يتطلب الأمر الاحتفاظ بهذه الصكوك حتى تاريخ الاستحقاق.³ وهذا العمل من شأنه أن يبلور ما يسمى بوساطة السوق والتي تسمح بتخصيص الموارد داخل الأسواق.

¹-HERVE JUVIN, les marchés financiers (voyage au cœur de la finance mondiale) éditions d'organisation, Paris, 2004, p 250.

² -عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 17.

³ -عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية- البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار، الجزء الأول، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 1997، ص 18.

الفرع الثالث: مزايا الأسواق المالية في التمويل المباشر

تبرز أهمية الأسواق المالية مع تطور مستويات ونشاطات وتنظيمات أجهزة المعلومات والاتصالات. وهنا يظهر ما يعرف بالأسواق المتسمة بالكفاءة والسوق الكفاء هي السوق التي تستوعب جميع المعلومات الملائمة والحاضرة بسرعة من قبل المشاركين فيه، وتدمج هذه المعلومات على الفور في أسعار السوق.¹ حيث كلما تيسر نشر المعلومات سادت الشفافية في الأسواق المالية، ومن ثمة يزداد دور هذه الأسواق في توسيع نطاق المبادلات.

وتتيح الأسواق المالية المزايا التالية:

تساهم الأسواق المالية في توفير الموارد المالية من أجل تحقيق التوسع والنمو الاقتصادي، بعد التقاء الأطراف الدائنة ذات الفوائض بالأطراف المدينة ذات العجز وينبغي استخدام قدرات تكنولوجيا متطورة، وقدرات إدارية وفنية عالية المستوى حتى تستطيع أن تقام المشروعات، وتعمل وتستمر وتتوسع في ظل المنافسة الحادة للمشروعات العملاقة التي تحكم عمل النشاطات حالياً وبالذات ما يوجد منها في الدول المتقدمة، والتي تتسم بامتلاكها التكنولوجيا المتطورة والإمكانات البشرية عالية النوعية، الأمر الذي يتطلب موارد مالية ضخمة، يمكن أن تسهم الأسواق المالية في الدول النامية في توفيرها.²

وتشكل الأسواق المالية مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول المالية فيما بين العائلات والمؤسسات والحكومة كأطراف اقتصادية. فلجوء الحكومة للحصول على التمويل اللازم من خلال سندات متباينة من حيث المدة والفائدة بصفة مباشرة من الأفراد والمشروعات...والمرور من خلال الأسواق المالية في ظل التمويل المباشر بالنسبة للدولة يمثل مصدر تمويل بديل وغير تضخمي للعجوزات العامة.³

وضمان قابلية الأوراق المالية للتداول ينتج من تقسيم السوق إلى قسمين، سوق أولية على مستواها تصدر الأسهم والسندات، وسوق ثانوية على مستواها يتم تداول تلك الأوراق، وهاتين السوقين مكملتين لبعضهما البعض، لأن الأعوان لا يشترون أوراق جديدة إلا إذا أدركوا إمكانية تسيلها عند الحاجة.

¹-ROLAND PORTAIT Et PATRICE PONCET, opcit, P 24.

² -فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، جدار للكتاب العربي، الأردن، ط1، 2006، ص 22.

³ -JEAN LANGUETTE et PASCAL VANHOVE, opcit, p 176.

نشر السلوك الاستثماري للأشخاص من خلال ملاحظة النشاطات التي تحدث في الأسواق المالية، حيث تعرض أدوات مالية يصدرها مستثمرون (أو وسطائهم) بغرض تمويل المشروعات أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة، وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على اتباع نفس السلوك في الأسواق المالية، كما وأن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق يسهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها.¹

والذي يفسح المجال للموارد النقدية والتوظيفات المالية وجود قنوات للمعلومات (معلومات حول حجم التمويلات المعروضة والمطلوبة وغيرها من المعلومات) من أجهزة إعلام وشبكات الاتصالات ومناهج دراسية وبحوث علمية...إلخ.

ويمكن أن تساعد الأسواق المالية على توفير التمويل في الدول النامية بشروط وتكاليف مناسبة مقارنة بالاقتراض من البنوك الدولية والجهات التمويلية الخارجية الأخرى، وبالذات البنوك التجارية التي قد تفرض شروط إقراض غير ميسرة سواء اتصل الأمر بأسعار فائدة مرتفعة وبفترات إهمال وتسديد قصيرة لا تناسب هذه الدول في حالات ليست بالقليلة، إضافة إلى الشروط والإجراءات الأخرى التي ترافق منح مثل هذا التمويل من الأطراف التمويلية الخارجية هذه.²

بإمكان الأسواق المالية ومن خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصائح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات ، وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أفضل الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات.³

يمكن أن تتيح هذه الأسواق لصغار المدخرين والمستثمرين خاصة في الدول النامية قنوات وأشكال لاستثمار المدخرات وبالشكل الذي يناسب كل منهم، كما تتقاطع الأسواق المالية فيما بينها مثلما ذكرنا سابقا (السوق النقدية مع السوق المالية) نتيجة إصدار بعض الأدوات كالسندات ذات الأجل المتوسط والقابلة للتداول في السوق النقدية، حيث يلاحظ في هذه الأسواق تنوع الأدوات الاستثمارية (قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل) بما يتناسب مع كل الفئات الإدخارية والاستثمارية.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سابق ، ص 84.

² - فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص ص 30، 31.

³ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص ، 85، 86.

المطلب الثاني: التمويل غير المباشر

الفرع الأول: المفهوم

في إطار التمويل غير المباشر يقوم الوسيط إما بمنح قروض أو اقتناء أوراق أولية (شراء أصول مالية قابلة للتداول) ويصدر في المقابل أوراق ثانوية، يتم تحويلها لعون معني بالنقد من دائرته البنكية.¹

وهنا يمكن التمييز بين مفهومين للوساطة المالية: المفهوم الضيق والمفهوم الواسع.² ينصب المفهوم الموسع للوساطة المالية على كل مؤسسات الوساطة مهما كان شكلها وآلية عملها، ومن بينها شركات التأمين، مؤسسات السمسرة، صناديق الضمان الاجتماعي، صناديق التقاعد وغيرها. أما المفهوم الضيق للوساطة فإنه يعني البنوك التجارية أو ما يسمى بمؤسسات القرض، وهي التي تتعامل بأسلوب الإيداع والإقراض ومن خلال هذه المؤسسات تتم عملية الإنشاء النقدي، أي تتميز هذه الكيفية (الوساطة المالية سواء بالمفهوم الضيق أو الواسع) بتدخل مؤسسة تسمى وسيط مالي للتعديل بين احتياجات وقدرات التمويل.

ويشكل في الواقع الوسطاء الماليون القلب النابض لآلية التمويل غير المباشر، وذلك بقيامهم بإقراض ما اقترضوه من الوحدات ذات الفائض، ومن خلال تسويق أنواع متعددة من الأوراق المالية الثانوية المباشرة أو غير المباشرة.³ وسواء كان هذا الوسيط المالي مؤسسة بنكية أو غير بنكية فإن دورها يتمثل في جمع الفوائض النقدية من الوحدات ذات الفائض، ثم توزع هذه الفوائض على الوحدات ذات العجز.

تشكل الأصول المالية الأولية المحتفظ بها في ميزانية الوسيط المالي أداة تمويل وتشكل الأصول المالية غير المباشرة المصدرة أداة توظيف. ويتم دمج عملية التمويل بالتوظيف من خلال أصول مالية أولية ضمن دائرة التمويل غير المباشرة عبر مؤسسة تقوم بتمويل أصول مالية أولية أقل سيولة إلى أصول مالية غير مباشرة أكثر سيولة، ومن ثمة تنتج الوساطة المالية السيولة بالاستجابة لاحتياجات السيولة لقطاع الأعوان غير الماليين.

¹-PASCAL GAUDRON et SYLVIE LECARPENTIER-MOYAL.opcit.p253.

² - حسين رحيم، الاقتصاد المصرفي، ط1، دار بهاء للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 26.

³ - باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة طه عبد الله منصور وآخرون، المملكة العربية السعودية، 1982، ص 74.

شكل رقم (3): دائرة التمويل غير المباشر (الوساطة المالية).



Source: JEAN-PIERRE ALL و BERARD COURBIS, Monnaie et financement ; librairie vuibert .Paris, 2000, p 26.

الفرع الثاني: طبيعة وكيفيات الوساطة المالية

ويظهر أثر هذه الوساطة في ميزانية الوسيط، ويكون للوسيط فيها دور هام ومن ثمة تسمى بوساطة الميزانية.

ويمكن تمييز الوسطاء الماليين من خلال أربعة معايير:¹

- أن ودائعهم (المدخرين) يتميز بعضها بأنه لا يقوم على أساس أداء المحفظة.
- أن ودائعهم ذات طابع قصير المدى، أي أنها دوماً أقل مدة بالنسبة لمسؤولياتهم.
- أن نسبة كبيرة من مسؤولياتهم ترتبط بحسابات جارية، أي باستخدام الشيكات .
- لا مسؤولياتهم ولا أموالهم قابلة للنقل أو التحويل، وهذا ما يستدعي وجود شهادات إيداع وآليات أمن (أمن الأموال والعمليات).

والمؤسسات المالية التي تتدخل في ميكانيزمات الوساطة المالية تمارس أنشطة وساطة الميزانية التي يمكن أن تكون نقدية أو غير نقدية.

¹ - حسين رحيم، مرجع سابق، صص 26، 27.

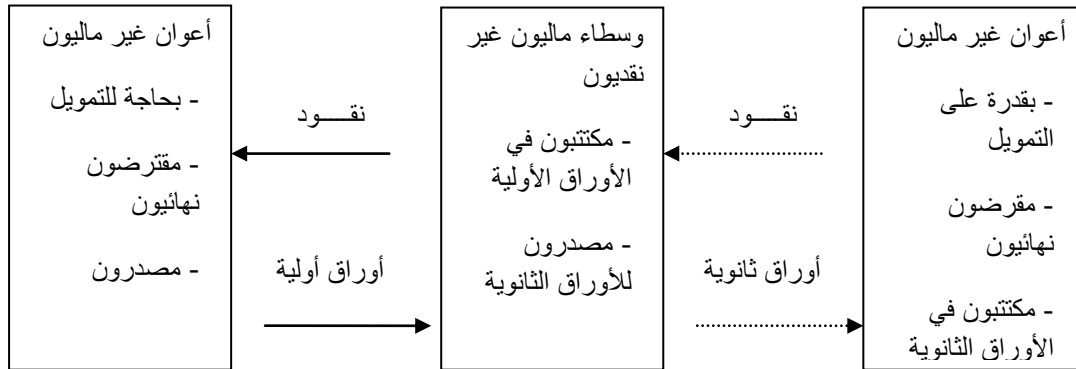
أولاً- مبادئ وساطة الميزانية:

تقوم وساطة الميزانية بالنسبة للمؤسسات المالية على شراء أوراق أولية مصدرة من الأعوان غير الماليين كمقترضين نهائيين لديهم احتياجات تمويل، وعلى إنشاء أوراق دين على نفسها (مؤسسات الوساطة) تحت صيغة أوراق ثانوية أو غير مباشرة. وفي الواقع يستطيع الوسطاء الماليون تجميع موارد مالية بإصدار أوراق مستحقة الدفع مكتتبة من طرف المقترضين النهائيين بجذب ودائع من هذه الأخيرة في مقابل التزامات. وهذه الموارد يمكن أن تكون منجزة أو منشأة من تلك المؤسسات ذات الطبيعة النقدية، حيث بعض الوسطاء الماليين لديهم قدرة الإنشاء النقدي.

1- الوساطة المالية غير النقدية:

تعتمد الوساطة المالية غير النقدية على اقتناء أوراق أولية مقابل تحويلات نقدية من مؤسسات الوساطة التي تعرض أو تقدم أوراق دين غير نقدية على نفسها تحت شكل أوراق ثانوية مقابل نقد، كما في المخطط الموالي:

شكل رقم (4) : الوساطة المالية غير النقدية



Source: GILBERT KOENIG, opcit, p 28.

حيث يمكن للوسطاء أن يقوموا بصنفين من العمليات:

- يمنح الوسطاء قروض للأعوان أصحاب العجز المالي مستعملين الودائع لأجل الممنوحة من الأعوان ذوي القدرة على التمويل. وفي هذه المرحلة من الوساطة تمويل المؤسسات المالية الأعوان أصحاب العجز المالي بموارد صادرة من إيداع الأعوان ذوي القدرة على التمويل.
- يشتروا أسهم وأوراق دين (أوراق أولية) صادرة من الأعوان ذوي الحاجة للتمويل (مقترضون نهائيون) باستعمال الموارد النقدية المحصلة من بيع الحصص، ومن الأسهم ومن التزامات أخرى نحوهم (أوراق ثانوية) لأعوان ذوي قدرة على التمويل (مقترضون نهائيون) وتشكل هذه الأوراق الثانوية ديون غير نقدية غير مباشرة على المصدر وأصول مالية لحاملها. ويستفيد المقترضون النهائيون بخدمات خاصة من الأوراق الثانوية مختلفة عن تلك المعروضة من الأوراق الأولية كخدمات السيولة التي تتصف بها الأوراق الثانوية القصيرة الأجل .

2- الوساطة المالية النقدية:

يتجلى هذا النمط من الوساطة أكثر في البنوك التجارية، ففي حالة الوساطة النقدية المؤسسات التي تدير الودائع تحت الطلب تشتري بالنقد التي لها قدرة على إنشائها أوراق أولية متنازل عنها من الأعوان أصحاب العجز المالي.

وتشكل هذه الأصول النقدية أوراق ثانوية في شكل أدوات دفع مقبولة من الجميع.

ثانيا :خدمات وساطة الميزانية:

ينتج عن وساطة الميزانية الأمان والسيولة والتمويل المناسب.

1- خدمات الأمان: يعد الأمان خدمة مقدمة للمدخرين حيث يمكن أن يكون المدين النهائي يحمل خطرا.

ووفقا للمضمون المباشر لنظرية المحفظة، المستثمر الذكي يجب أن يحتفظ بمحافظ متنوعة على نحو واسع.¹ وهذا يشكل صعوبة للمستثمر الذي يمتلك كمية قليلة من المال من أجل استثمارها

¹ - محمد صالح لقريشي، مرجع سابق، ص 126.

حيث يتوجب عليه الاحتفاظ بأوراق مالية عدة ومختلفة لتوزيع المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها.

وهنا يأتي دور الوسيط المالي الذي يجعل عملية تنويع المحفظة أمراً سهلاً، فبتنوع محفظته، يحصل على عائد أكيد قريب من العائد المتوسط. ويستغل الوسطاء الماليين الميزة الإحصائية المسماة "قانون الأعداد الكبيرة" والبنك بتشكيل جانب أصوله مع عدد من المدينين (المقترضين) يتغلب على خطر الخسارة.¹

فأثناء قيام الوسيط المالي ببيع وشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة، فإن توزيع التكاليف المرافقة لتلك العمليات (البيع والشراء) على الحجم الكبير من الأوراق يجعل نصيب كل وحدة من الأوراق المبيعة أو المشتراة من إجمالي التكاليف صغيرة جداً، مقارنة بالتكلفة المتوسطة التي تتحملها كل وحدة من الأوراق المالية المبيعة أو المشتراة في العمليات الصغيرة التي يقوم بها المدخرون الأفراد بأنفسهم هذا من جهة. ومن جهة أخرى فإن إذا ما نظرنا إلى عدد مرات البيع والشراء التي يقوم بها المدخرون الأفراد بأنفسهم، وبطبيعة الحال فإن انخفاض عدد عمليات البيع والشراء هذا يعني انخفاض تكاليف القيام.²

2- خدمات السيولة:

يسعى الوسيط المالي وخاصة البنك التجاري إلى التوفيق بين ثلاث أهداف رئيسية متناقضة، يمس الهدف الأول حماية حقوق المودعين (الودائع)، والثاني تحقيق حد أقصى من الأرباح والثالث يخص جانب السيولة. والهدف الأخير المتعلق بالسيولة يفترض قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته ومنح القروض والائتمان من جهة، وتوفير السيولة لكي يمكن الوفاء بقيمة ودائعه لدى الطلب من جهة أخرى.

¹ - Jaque Bichot, *la monnaie et les systèmes financiers*, ellipses, edition marketing, s.a. Paris, 1997, p 43.

² - حسين بني هاني، *اقتصاديات النقود والبنوك*، دار الكندي، الأردن، 2003، ص 328.

وهذا يستدعي منه سياسة متوازنة لتشجيع الودائع والثقة من جانب، والقيام بالتوظيف ومنح الائتمان من جانب آخر.¹ أي يتطلب عمل الوسيط المالي درجة معقولة من السيولة لمواجهة طلبات المستثمرين على الأموال.

ويتقرر أو يتحدد حجم السيولة انطلاقاً من هيكل الاستحقاق لمطلوبات الوسيط المالي، حيث كلما كان هيكل استحقاق الإيداعات أقصر حينئذ تكون الحاجة للسيولة أكبر وكما أسلفنا الذكر تقوم المؤسسات الوسيطة بإصدار الأوراق المالية الثانوية وشراء الأوراق المالية الأولية. فالأوراق المالية الثانوية التي تصدرها هذه المؤسسات تتميز بخاصية السيولة مقارنة بالأوراق المالية الأولية، فمثلاً البنوك ومؤسسات الإيداع تقوم بإصدار شهادات الإيداع بمعدل فائدة ثابت، والتي يمكن تسيلها (شهادات) في أي وقت حسب رغبة العميل.

ويتمثل دور الوسيط المالي في جلب فائض السيولة من المودعين، وتحويلها إلى أصحاب العجز المحتاجين إليها، آخذاً بعين الاعتبار السحوبات المطلوبة من السيولة في أي وقت. وبعد إدراك مؤسسات الوساطة المالية خاصة البنوك أن المودعين لا يقومون جميعهم وفي وقت واحد وبشكل مفاجئ بسحب ودائعهم، الأمر الذي يدفع هذه المؤسسات إلى إبقاء جزء من الودائع لاستخدامه في توظيفات مختلفة (قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل).

3- خدمات التمويل المناسب:

إن التمويل غير المباشر (أو الوساطة بالمعنى الضيق عبر البنوك) الذي يكون بتدخل عون ثالث هو الوسيط المالي يكمن دوره في تحويل آجال الاستحقاق، بتجميع الموارد النقدية السائلة المطلوبة ذات الأجل القصير من أجل تمويلها إلى تمويلات ذات آجال أطول.²

ولا يتوقف عمل الوسيط المالي عند هذا الحد، بل يعمل على إنشاء وسائل تمويل جديدة من جهة أخرى تقدم بعض المؤسسات المالية كشركات الاستثمار مثلاً خدمة مميزة لصغار المستثمرين، وتتعلق هذه الخدمة بالحجم المحدد لشراء أو بيع الاستثمارات، ومن خلال المؤسسات المالية مثل شركات

¹ - زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي المصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص 132.

² - Fabienne Boudier-BENSE BAA et XAVIER ENSELME , *économie*, édition librairie vuibert, paris, 2001, p 52.

الاستثمار يمكن لمستثمر الصغير أن يشتري حصصاً في صناديق الاستثمار مع المستثمرين الآخرين، وبذلك يمكنه التغلب على مشكلة الحجم والاستفادة من مزايا الشراء بالحجم الكبير.¹

الفرع الثالث: مزايا الوساطة المالية وفعاليتها.

أولاً: مزايا الوساطة المالية:

1- انتاج المعلومات وتخفيض تكلفتها:

يفتقد الكثير من الأفراد للخبرة الكافية الاستثمار في الأوراق المالية، كما يجدون صعوبات في جمع وتحليل المعلومات المرتبة بالأوراق المالية خاصة إذا كانت المبالغ النقدية المراد استثمارها صغيرة الحجم.

ويعزى وجود الوسطاء الماليين إلى ما يدعى بنواقص السوق، وبخاصة تكاليف المعاملات أو الصفقات.²

ومن هنا يأتي دور الوسيط المالي الذي يستطيع الاستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي إضافة أن تكلفة استخدام الخبراء تكون بالطبع منخفضة جداً، وإذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعون ويحللون المعلومات الخاصة بها.³

حيث تعمل المؤسسات المالية الوسيطة على تخفيض التكاليف لمقدمي الأموال من خلال وظيفة تحويل الأصول. فالمؤسسة المالية لديها الدافع لاستقطاب وتعيين عاملين مدربين ذو مهارات وخبرات على كيفية تجميع المعلومات ومراقبة تصرفات مستخدمي الأموال النهائيين، وذلك لكبر حصص استثماراتها مقارنة بالمستثمر الفرد.⁴

¹ - السيدة عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 22.

² - محمد صالح القرشي، مرجع سابق، ص 125.

³ - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 74.

⁴ - السيدة عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 20.

وهذه المعلومات تنتج لتفادي ما يسمى بالمعلومات غير المتماثلة. وحالة عدم تماثل المعلومات تعني الحالة التي يكون فيها المقترض متوفر على معلومات لا يرغب في تحويلها إلى المقرض، بحيث لا تتوفر تلك المعلومات لدى هذا الأخير.¹

وكنتيجة للخبرة المكتسبة وتوفر الوسيط المالي على نظام معلومات متخصص، فبإمكانه بيع وشراء الأوراق المالية لصالح زبائنه بتحقيق عائد أكبر وبتكاليف أقل، بالإضافة إلى إمكانية تخفيض المخاطر المتعلقة بتعاملهم في محفظة الأوراق المالية. والسبب الرئيسي في كون الوسطاء الماليين يقومون بإنتاج المعلومات الخاصة بهم حول المقترضين دون غيرهم من المستثمرين الأفراد، أن الوسطاء الماليين يتمتعون بما يسمى بوفرات الحجم في إنتاج المعلومات. ومثال على ذلك شركة أعمال صغيرة ترغب في اقتراض مليون دينار، فبإمكانها أن تقترض من 100 مدخر من صغار المدخرين، بحيث تقترض منهم 10000 دينار من كل واحد منهم، ويتعين على المقترض أن يقيم كل مدخر، وكل واحد من المدخرين سوف يواجه كلفة إنتاج المعلومات.

بافتراض أن كلفة كل تقييم هي 4000 دينار، عندئذ تكون الكلفة الكلية لإنتاج المعلومات تساوي $(4000 \times 100 = 400000 \text{ دينار})$.

أما إذا قام هؤلاء ال 100 مدخر صغير بإيداع مبلغ 10000 دينار في بنك، وتفويض البنك مسؤولية تقييم المقترض عندئذ سوف تنتج المعلومات مرة واحدة من قبل البنك وهكذا فإن التكاليف الكلية لإنتاج المعلومات تخفض من 400000 دينار إلى 4000 دينار.

2- تخفيض المخاطر:

تسعى مؤسسات الوساطة المالية، إلى توزيع الحصة المخصصة من مواردها نحو أوجه الإقراض المختلفة (قصير، ومتوسط وطويل الأجل) لتمويل الأنشطة المختلفة بحيث تتفادى المخاطر التي قد تنشأ عن التركيز في أنشطة بذاتها. فإذا استثمر شخص ما مدخراته بمفرده في شراء بشكل مباشر سندات مؤسسة (أي دون وسيط مالي) فإن العائد على توظيفاته يعتمد على ما تحققه تلك المؤسسة من أرباح، ومن ثمة يمكن أن يتعرض ذلك الشخص لمخاطر الاعتماد على مؤسسة بعينها.

¹ - Robert ferrandier et vincent koen, opcit, p 24.

وبدخول الوسيط المالي في هذه العملية، فإنه يحقق إيرادا بعد توظيف المدخرات المجمعة وإقراضها نحو جهات مختلفة، بحيث أي خسارة ناتجة من إحدى الأطراف المقترضة يتم تغطيتها بإيرادات محققة من الوسيط باقراضه لوحدات أخرى. فيمكن للمؤسسة المالية الوسيطة أن تستمر في عملية توظيف الأموال حتى لو حققت بعض الخسائر من بعض القروض الممنوحة في حين لا يمكن للفرد المدخر أن يستمر في الإقراض إذا حقق بعض الخسائر.

فنجذ البنوك التجارية كإحدى مؤسسات الوساطة المالية تقدم أنواع من التسهيلات والقروض، كتسهيلات خصم الأوراق التجارية، والقروض بضمانات عينية مثل القروض بضمان الأوراق المالية والأوراق التجارية، والبضائع والقروض التي تمنح بضمانات شخصية أو بدون ضمان استنادا إلى المركز المالي للمقترض ذاته.

ثانيا:فعالية الوساطة المالية:

مثلما ذكرنا سابقا، تشكل الوساطة المالية حلقة وصل ما بين أصحاب الفائض المالي في شكل مدخرين وأصحاب العجز المالي في شكل مستثمرين وبالتالي تخص هذه الفعالية جانبي تعبئة الموارد وتخصيصها.

ويمثل معدل الوساطة المالية إحدى المؤشرات المستخدمة في قياس مدى فعالية الوساطة المالية، ويقصد بهذا المعدل النسبة بين التمويل غير المباشر (توسط في ميزانية الوسطاء الماليين البنكيين أو غير البنكيين) من جهة ومجموع التمويل الخارجي من جهة أخرى.¹ أي يدل هذا المعدل على حصة التمويل المقدم من طرف المؤسسات المالية (النقدية وغير النقدية) من مجموع التمويل الممنوح للاقتصاد، وخاصة للمؤسسات غير المالية.

وإذا ركزنا على القروض البنكية كشكل من أشكال التمويل فإننا نكون امام المفهوم الضيق لمعدل الوساطة المالية. ووفقا للمفهوم الضيق (تمويل بقروض من مؤسسات القرض) فقد ارتفع معدل الوساطة المالية بفرنسا للتدفقات التمويلية الموجهة للأعوان غير الماليين من 11% في سنة 1998 إلى 38% في سنة 2002، علما أن المعدل الأكثر ارتفاعا منذ 1992 هو 31%، هذا الذي يعكس الميول أو التوجه نحو الوساطة المالية.

¹ - JEAN- PIERRE ALLE G RET, BERNARD COURBIS, opcit, p 31.

وهذا التقييم للوساطة المالية يصبح كاملا بعد حساب المعدل بالمعنى الواسع، بأخذ في الحساب الدور المالي لمجموع الوسطاء الماليين (هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، شركات التأمين...) ليس فقط عبر منح القرض، لكن أيضا توظيفاتها في أوراق مصدرة من طرف أعوان مقيمين غير ماليين، وفي بداية هذا القرن (الحادي والعشرين) بلغ هذا المعدل 66.1% (43.8% بالنسبة لمؤسسات القرض، و 7% opcvم، و 15.3% لشركات التأمين)¹. وتتوقف فعالية البنوك مثلا في مجال تعبئة الموارد على عدة متغيرات أهمها:²

- مستوى ديناميكية النظام البنكي ومكانها في الاقتصاد.
- جهود البنوك في مجال التسويق البنكي والتجديد في المنتجات وجودة الخدمات والعلاقات مع الزبائن بوجه عام.
- مدى تطور الأسواق المالية وأنشطة الوساطة.
- مستوى الدخول ودرجة تفضيل السيولة لدى الأفراد ومستوى الوعي البنكي لديهم، أي درجة البنكية في المجتمع (bancarisation).
- أما من جانب توظيف الموارد فيمكن اعتبار المحددات التالية:
- الطاقة التمويلية للبنوك، والتي تتوقف أساسا على حجم الودائع المجمعة.
- مدى توفر بدائل التمويل غير البنكية بالنسبة للمقترضين.
- مدى توفر فرص التوظيف بالنسبة للبنوك.
- درجة ونطاق المخاطر المرتبطة بالقروض، لاسيما منها المخاطر النظامية، ومدى قدرة البنوك في التحكم فيها.
- سياسة البنك المركزي في مجال الائتمان (سياسة توسعية أم سياسة انكماشية).

¹ - JEAN- DIDIER LECAILLON, JEAN- MARIE LE PAGE CHRISTIAN OTTAVI, économie contemporaine, opcit, p 145.

² - رحيب حسين، مرجع سابق، ص 56.

المطلب الثالث: التفرقة بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية

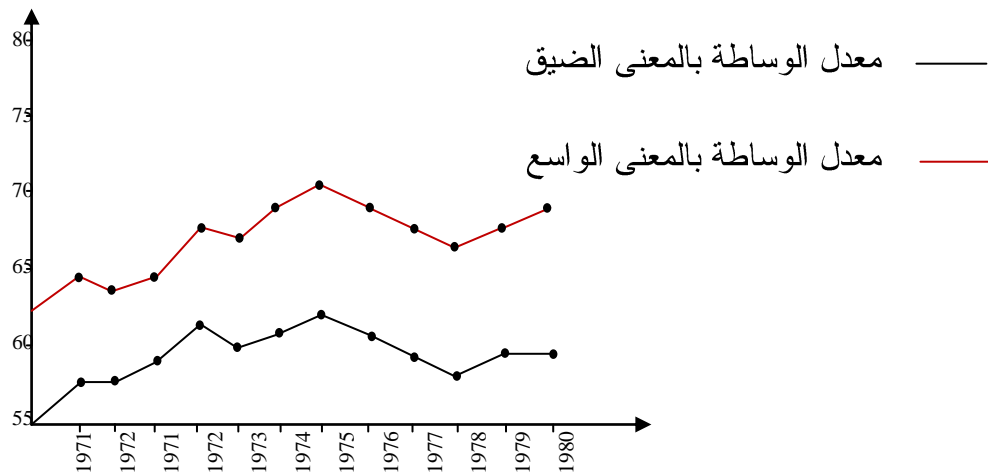
يمكن أن نميز بين اقتصاد المديونية واقتصاد الأسواق المالية من خلال ما يلي:

الفرع الأول: طريقة تمويل الاقتصاد

نجد في اقتصاد المديونية سيطرة التمويل غير المباشر عن طريق الوساطة المالية البنكية أو غير البنكية. ففي اقتصاد المديونية يتميز معدل إعادة التمويل الذاتي للمؤسسات بالضعف، وتكون السوق المالية أقل تطورا، ومن ثمة جزء قليل من احتياجات المؤسسات يمول من إصدار الأوراق المالية.

واقتصاد المديونية هو اقتصاد عليه التمويل من خلال القرض البنكي، وبالتالي تكون المؤسسات مدينة بشدة تجاه البنوك التي تعيد التمويل لدى البنك المركزي.¹ وهذا يعني أن البنوك تقوم بتقييم المخاطر وعلى ضوءها تقوم بتمويل الاقتصاد، حيث تشكل القروض الشكل الرئيسي في العملية التمويلية، وباعتبار النظام البنكي أساس التمويل فإن البنك المركزي يكون مجبرا على القيام بدور الملاذ الأخير في عملية تمويل البنوك، ففي فرنسا تطورت الوساطة المالية وشكلت الكيفية الأساسية لتمويل الاقتصاد إلى غاية بداية سنوات 1980 والشكل الموالي بين ذلك.

شكل رقم (5): تطور معدلات الوساطة المالية (بين 1970 و 1982 بالـ %) في فرنسا



Source: MARIE DELAPLACE, monnaie et financement de l'économie 3^{ème} édition, dunod, paris, 2009, p 264.

¹-PIERRE VERNIMMEN, Finance d'entreprise ; 8^{ème} édition ; DALLOZ ; Paris ; 2010, p349.

أما اقتصاد الأسواق المالية فيكون تسهيل التقاء الادخار باحتياجات التمويل مباشرة بطرح الأعوان الاقتصاديين أوراق مالية في السوق المالية أو النقدية.

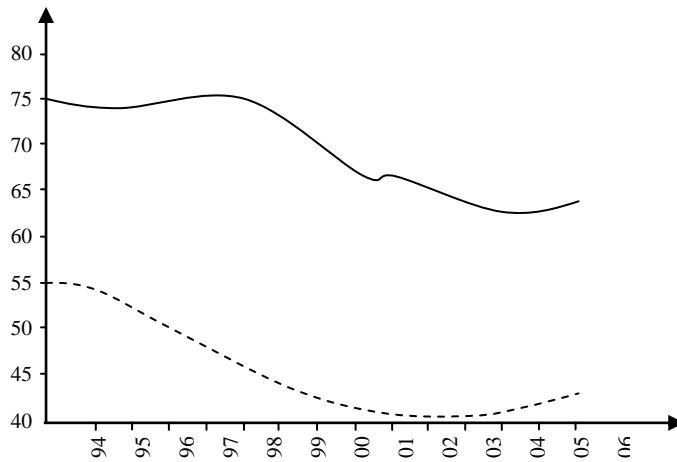
ويتميز هذا النوع من التمويل بارتفاع معدلات التمويل الذاتي لفترة طويلة، الأمر الذي يؤدي إلى استعمال الأرباح غير الموزعة في تمويل الاستثمارات، وبالتالي الذي يبين قدرة التمويل الذاتي لاستثمارات المؤسسات الاعتماد على مواردها الداخلية.

ويتميز الاقتصاد في هذه الحالة باللاوساطة المالية، حيث تراجعت معدلات الوساطة المالية في فرنسا كما هو مبين في المنحنى التالي:

شكل رقم (6) : تطور معدلات الوساطة المالية من 1994 إلى جوان 2008 في فرنسا.

_____ معدل الوساطة المالية بالمعنى الواسع

.... معدل الوساطة المالية بالمعنى الضيق



Source: MARIE DELAPLACE, opcit, p 273

ويفسر تراجع معدل الوساطة المالية بالمعنى الضيق، خصوصا تباطؤ النمو، نظرا لتراجع حجم القروض الممنوحة للمؤسسات غير المالية. فقد زادت معدلات الوساطة بشكل طفيف لتصل إلى 43.3% في جوان 2008 بعد أن كانت 40.4% في نهاية 2004.

وقد نتج هذا التعديل من النمو القوي للقروض نحو قطاع العائلات وبوتيرة أدنى من تلك للمؤسسات. أما معدل الوساطة المالية بالمعنى الواسع فقد استقر بدوره حول 58% نهاية جوان 2008.

كما صاحب استمرارية حالة اللامساواة خلال منتصف الفترة الأولى، بقاء مستوى مرتفع من معدل التمويل الذاتي للمؤسسات غير المالية.

الفرع الثاني: تحديد سعر الفائدة

تحدد معدلات الفائدة بشكل إداري في اقتصاديات المديونية، ولا تعبر عن التوازن التلقائي بين عرض وطلب النقود. وبما أن البنك المركزي مجبر على إعادة تمويل القروض الممنوحة مسبقاً من قبل البنوك، وبالتالي فهو يحاول التأثير على التطور النقدي الصادر من عمليات القروض البنكية بالتأثير على معدلات الفائدة، لكن إذا لم يكن هذا الإجراء فعال بشكل كاف، فبإمكان البنك المركزي أن يتجه إلى تأطير حجم القروض.¹

والتمويل من خلال القرض البنكي يعد أكثر تكلفة من ذلك المحصل من قرض في السوق النقدية، وهذه التكلفة تشكل عبء على تنافسية المؤسسات، الأمر الذي ينعكس على أسعارها (منتجات والخدمات) بالارتفاع، ومن ثمة تضخم التكاليف.

وبالتالي يكون الخطر التضخمي كبير، خاصة وأن طلب القروض يعد أقل مرونة نسبة إلى معدل الفائدة، ويعزى ذلك إلى أن المؤسسات ليس لديها حلول لتحصيل أموال قصيرة الأجل. وهكذا فإن الآثار التضخمية لاقتصاد المديونية لا يمكن أن تتحداه بالكامل السلطات النقدية التي تتصرف بهامش مناورة محدود، حيث يتفاقم الاتجاه التضخمي من خلال الانشاء النقدي الذي ينتج عن القروض الممنوحة.

أما في اقتصاد الأسواق المالية، فنجد مثلاً في السوق النقدية الفرنسية وخلال الفترة الممتدة من 1992 و 2008، أن المبالغ الوحيدة التي استمرت في الزيادة بشكل كبير تتعلق بأودونات الخزينة وشهادات الإيداع. ففي نهاية 2008 مبالغ أودونات الخزينة المخصصة لتمويل احتياجات التمويل للدولة قصيرة ومتوسطة المدى وتلك المرتبطة بشهادات الإيداع، تمثل في الواقع وعلى التوالي تقريباً 36.7 و 46.4%، من إجمال التمويلات الحاصلة في السوق.

¹ – CILBERT. K OENIG, opcit, p 36.

وابتداء من سنة 2006 ولأول مرة منذ 1994، أصبحت مبالغ شهادات الإيداع ذات أهمية أكبر من تلك المتعلقة بأذونات الخزينة، ويترجم هذا التحرك أو النمو بالتوغل المتزايد للبنوك في هذه السوق.¹

أي أن المؤسسات البنكية تستطيع تمويل احتياجاتها من السيولة باللجوء إلى السوق النقدية الواسعة في إطار اقتصاد الأسواق المالية، فهذه المؤسسات تحوز أصول مالية تحمل خطر ضعيف وذات سيولة مرتفعة، كالأوراق المالية المذكورة سابقا كشهادات الإيداع والأوراق الحكومية التي تشكل مصدر أساسي لتمويل العجز العام للخزينة.

فإجمالي الوسطاء الماليين بما فيهم البنوك توجهوا لتطوير دورهم نحو توظيف الأوراق المصدرة من المؤسسات لدى المستثمرين، حيث أدى ظهور ما يسمى بالتوريق (بيع القروض) الذي هو نوع متزايد الأهمية من النشاطات خارج كشف ميزانية البنك وتتضمن خلق دخل² إلى ارتفاع نسبة التمويل بالأوراق المالية منه على القروض البنكية، خاصة وأن عمليات الإقراض مكلفة بالمقارنة بعملية التوريق.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية كل قرض ب 100 دولار تمنحه البنوك، يكلفها تخصيص ما يعادل 20 سنت، كاحتياطي إجباري، و 30 سنت كعلاوة تأمين على الودائع و 1.20 دولار كأرباح قبل الضرائب مقدمة لأصحاب الأموال الخاصة.

وجزاء كبير من توظيفات الأعوان أصحاب الفائض يتم مباشرة في الأسواق المالية من خلال الاكتتابات أو مشتريات الأسهم والسندات من رقاخ الخزينة وشهادات الإيداع وأسهم شركات الاستثمار ذات الرأس المال الثابت (CICAV) ومن حصص الصناديق المشتركة للتوظيف (FCP).

وأصبحت القروض البنكية مخصصة أساسا لقطاع العائلات (قروض استهلاكية، قروض عقارية...) وللمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تدخل في الأسواق المالية.³

كما تستطيع البنوك التجارية اللجوء إلى إعادة التمويل لدى البنك المركزي باعتباره المقرض الأخير، لكنه غير مجبر في هذا النوع من الاقتصادات، وجراء هذه الاستقلالية نحو البنك المركزي تسمى

¹ -MARIE DE LAPLACE, opcit, p 275.

² - محمد صالح القرشي، مرجع سابق، ص 69.

³ -PIERRE VERNIMMEN, opcit, p 350.

البنوك في هذه الحالة "خارج البنك". ففي اقتصاد الأسواق المالية، يكون معدل الفائدة مرناً ويرتبط بتوازن العرض والطلب في الأسواق المالية.¹

وتتضمن الأسواق المالية أقسام مختلفة والتي فيها تتحدد معدلات الفائدة بقانون العرض والطلب على الأصول المالية، وهذه الأقسام تعمل بدون وجود حاجز بينها، الأمر الذي يساعد على استبدال قوى للأصول المالية وانتقال جيد للتدفقات النقدية. وفي هذا الإطار تؤثر سياسة السوق المفتوحة مباشرة في معدل الفائدة المشكل في السوق النقدية والمعدل الناتج يؤثر بدوره على معدلات الفائدة للأقسام الأخرى تحت عمليات التحكيم المالي ما بين الأسعار والمنفعة من طرف المتعاملين. فبشراء للأوراق العامة بالسوق المفتوحة ينخفض معدل الفائدة قصير الأجل، الأمر الذي يحث الأعوان غير الماليين إلى الانتقال إلى الأوراق المالية طويلة الأجل. ونتيجة هذا الانتقال وزيادة الطلب على الأوراق المالية طويلة الأجل، ترتفع أسعار هذه الأخيرة بالإضافة إلى ذلك انخفاض معدلات الفائدة طويلة الأجل المصاحبة لها، الأمر الذي يشجع على الاستثمار.

كما أن البنوك تستفيد من انخفاض معدلات الفائدة قصيرة الأجل من خلال زيادة حجم القروض الممنوحة ذات الأجل القصير، حيث العائد النسبي يرتفع مقارنة بالعائد المتعلق بالأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية. وهكذا تبدو سياسة معدلات الفائدة فعالة في اقتصاد الأسواق المالية من اقتصاد المديونية، بفضل مرونة معدلات الفائدة ولغياب الحاجز أو الفاصل بين الأسواق المالية.

وبالمقابل نجد في اقتصاد المديونية أن البنك المركزي غير قادر بشكل كاف على مراقبة حجم إعادة التمويل، لأنه مجبر على إعادة تمويل القروض الممنوحة مسبقاً من طرف النظام البنكي. فالبنك المركزي مثلما ذكرنا سابقاً يحاول إذا التأثير على النمو النقدي الناشئ من عمليات القروض البنكية بالتأثير على معدلات فائدتها. حيث يمكن للبنك المركزي التحكم في معدلات فائدة القروض الممنوحة من خلال تدخلاته في السوق النقدية، فبتحريك أو تغيير المعدل الموجه داخل هذه السوق، يمكن للبنك المركزي التحكم في تلك المعدلات الخاصة بالسوق النقدية والتي تنعكس على المعدلات الأساسية للبنوك (المعدلات المرجعية المطبقة على أحسن الزبائن). وهذا الانعكاس هو نتيجة تبني البنوك لسلوك الهامش، محددة بذلك معدلات فائدتها بإضافة هامش ربح إلى تكاليف الوحدة الخاصة بها. حيث في اقتصاد المديونية يحدد عارضي القروض معدل الفائدة، في حين يحدد الطالبين كمية القروض المتبادلة

¹ - DIDIER BRUNEEL, opcit, p 143.

عند هذا المعدل. ومن ثمة يمكن القول، أنه في ظل اقتصاديات المديونية، تكون معدلات الفائدة في الغالب أسعار غير توازنية، إذ أنها لا تعدل إلا بطريقة ناقصة بين العرض والطلب على القروض، لكون البنوك المصدر الرئيسي لتوفير الموارد المالية ولقلة انتشار الأصول المالية .

الفرع الثالث: السببية بين الكتلة النقدية والقاعدة النقدية

في ظل اقتصاد المديونية تحدد الكتلة النقدية القاعدة النقدية*، حيث تمنح البنوك القروض حسب معايير المردودية والخطر، بدون أن تشكل مسبقا سيولات لمجابهة أو الحد من التسربات النقدية (كسحب الأوراق النقدية، الاحتياطات الإلزامية)، فالبنوك تعمل على توفير النقد المركزي الإضافي الذي يسمح بمواجهة تلك التسربات.¹

أما في حالة اقتصاد الأسواق المالية فإن السببية تكون عكسية بين الكتلة النقدية والقاعدة النقدية، فهذه الأخيرة تحدد الكتلة النقدية، لأن البنوك لا تمنح قروض جديدة إلا إذا كانت تتصرف أو تحوز من قبل على زيادة من النقد المركزي. ففي اقتصاد الأسواق المالية نجد أن السوق النقدية تشكل داخل النظام المالي المكان المميز لإعادة تشكيل سيولات البنوك.² في حين تعد عملية إعادة التمويل في السوق النقدية غير كافية في النظام المالي في اقتصاد المديونية، لذلك تلجأ البنوك بصفة دائمة لإعادة التمويل من البنك المركزي الذي لا يستطيع التملص دون التدخل في مستوى النشاط الاقتصادي.³

وبالتالي يمكن القول أن المؤسسات المالية البنكية في اقتصادات المديونية تكون هيكلية مدينة تجاه البنك المركزي الذي يعد المقرض الأخير المجبر بعبارة أخرى يتدخل البنك المركزي بشكل إجباري لإعادة تمويل البنوك باعتباره المقرض النهائي لها. أما في اقتصاد الأسواق المالية يكون البنك المركزي المقرض الأخير غير المجبر، حيث يتدخل بشكل استثنائي من أجل التعديل النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة .

* تتكون القاعدة النقدية من الاحتياطات النقدية (احتياطات البنوك لدى البنك المركزي) والعملة التي يمتلكها الأفراد والمؤسسات غير المصرفية.

¹ - PIERRE VERNIMMEN, opcit, p 143.

² - AMMOUR BENHALIMA, monnaie et regulation monétaire , opcit, p 75.

³ - Idem, p 73.

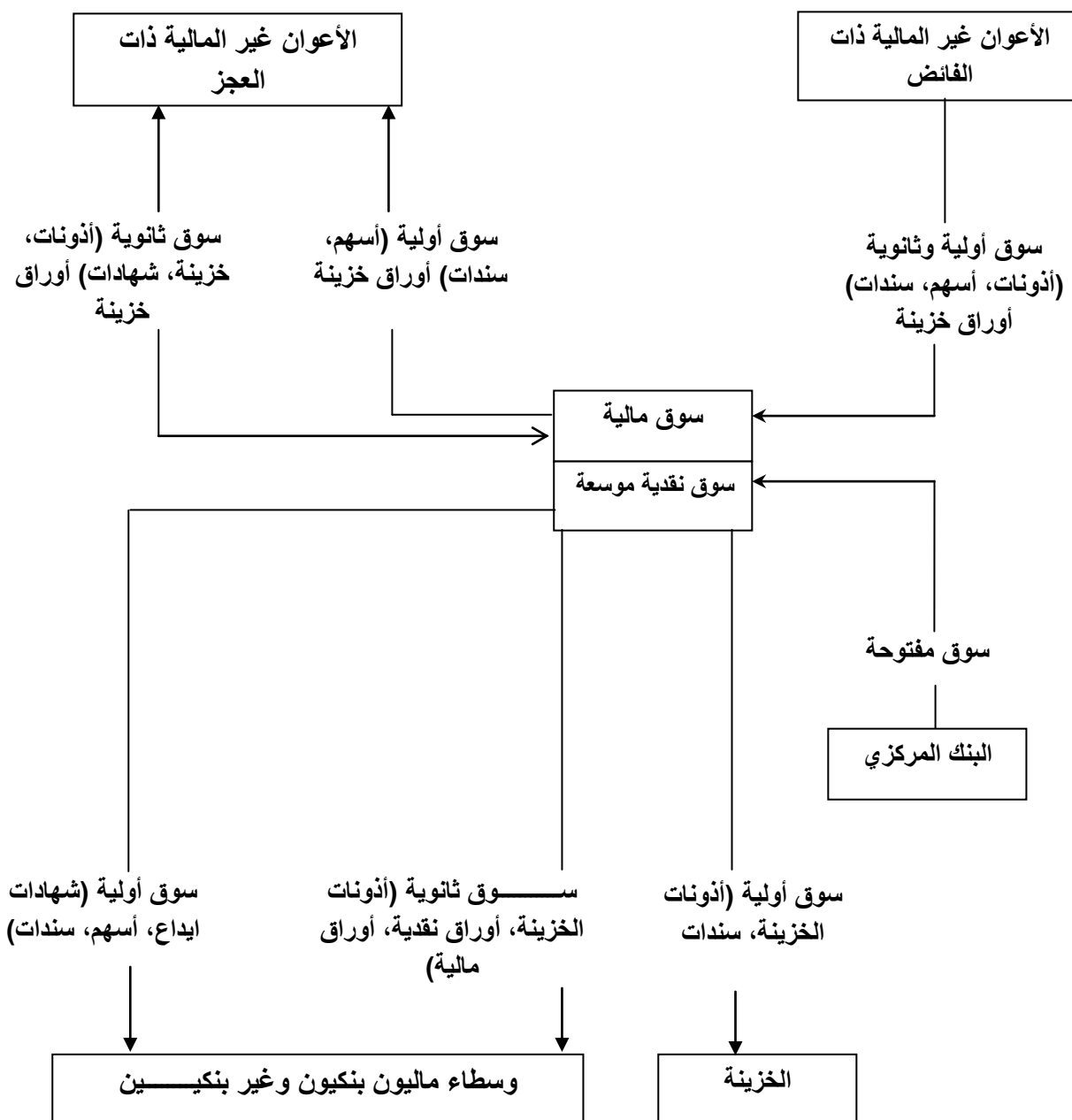
المطلب الرابع: خصائص نموذجي اقتصاد الأسواق المالية واقتصاد المديونية

الفرع الأول: خصائص نموذج اقتصاد الأسواق المالية

تلعب الأصول المالية في اقتصاد الأسواق المالية (السوق النقدية الموسعة والسوق المالية) دوراً أساسياً في توفير النقد خاصة الأوراق الحكومية، وهذا إلى جانب مجموعة من المزايا الأساسية، نذكر:

- سيطرة التمويل المباشر.
- يعد إنشاء النقد في هذا النوع من الاقتصادات نتيجة نمط خارجي (الدين العام، العملات الصعبة)
- إصدار رقاق الخزينة القابلة للتداول كمصدر لمواجهة الدين العام.
- يتدخل البنك المركزي في السوق النقدية من خلال شراء وبيع الأوراق المالية.
- يكون التعديل النقدي مضمون من خلال سوق نقدية موسعة.

شكل رقم (7) : نموذج اقتصاد الأسواق المالية



Source: Jean François Gous, macroéconomie monétaire et financière (théories, institutions, politiques) 4^{ème} édition revue et augmentée, ed economica, paris, 2008, p 138.

يشير اتجاه الأسهم في المخطط أعلاه، إلى تدفق النقد، حيث يتبين بوضوح أن الأسواق المالية (السوق المالية، والسوق النقدية الموسعة) تضمن تمويل وسيولة الاقتصاد.

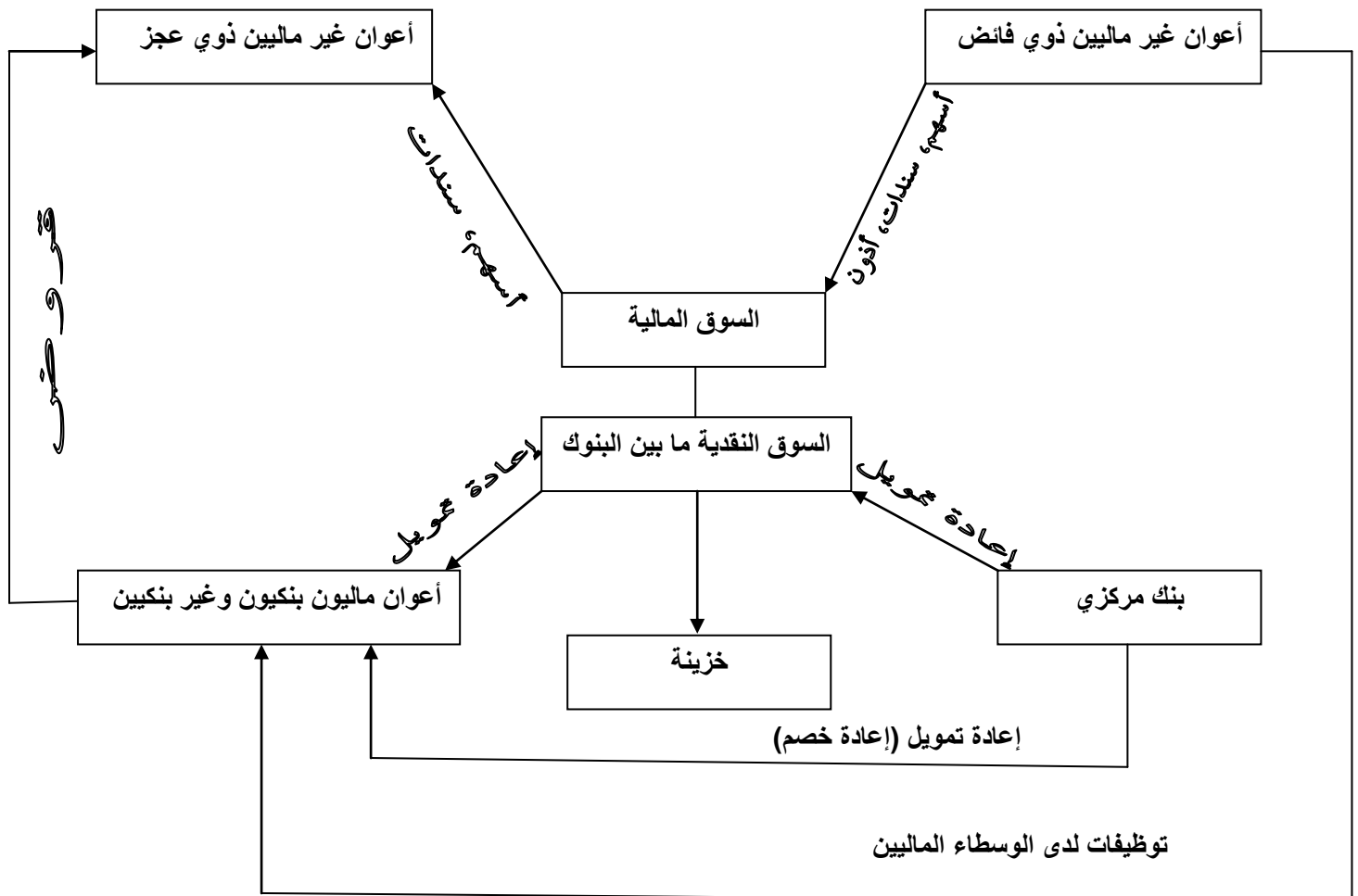
الفرع الثاني: خصائص نموذج اقتصاد الاستدانة (المديونية)

يتم الحصول على النقد في اقتصاد الاستدانة أو المديونية عن طريق الاقتراض من البنوك وإعادة تمويل هذه الأخيرة من خلال إعادة الخصم أو التدخل في السوق ما بين البنوك كما نجد أن هذا الاقتصاد يتميز بـ:- سيطرة التمويل غير المباشر

- انشاء النقود ذو نمط داخلي: القروض
- ضعف استدانة الخزينة
- التعديل النقدي غير مؤكد إلا بشكل جزئي من السوق البنكية
- يتدخل البنك المركزي في السوق النقدية لضمان سيولة النظام البنكي: إعادة

التمويل.

شكل رقم (8) نموذج اقتصاد المديونية



Source: Jean François Gous, opcit, p 139.

يبين المخطط أعلاه أن الأسواق المالية في اقتصادات المديونية تكون منفصلة (غير متداخلة)، فالسوق المالية لا تضمن التمويل إلا لجزء قليل جداً، والسوق النقدية التي تتمثل في سوق ما بين البنوك يقتصر دورها في هذه الحالة على إعادة تمويل الوسطاء الماليين.

المبحث الثاني: الدور التمويلي للسوق النقدية

تشكل السوق النقدية موردا تمويليا للاقتصاد من خلال تمويل مؤسسات النظام البنكي ومؤسسات الحكومة... إلخ. كما توفر السوق النقدية كغيرها من الأسواق المالية قناة لتبادل الأصول المالية، لكنها تختلف عن الأجزاء الأخرى للنظام المالي من ناحية آجال وطبيعة العمليات بها.

المطلب الأول: دور السوق النقدية في تمويل البنوك التجارية

إن أهمية السوق النقدية بالنسبة للبنوك التجارية تتجلى في أنها تؤمن السيولة المناسبة لخزينة البنوك، وفيما يتعلق بهذه السيولة تسعى البنوك إلى تجنب الوفرة أو الفائض الكبير في صناديقها لعدم الرغبة في انخفاض مردودية رأس مالها الخاص.¹

ورغم أن هذه البنوك تشكل مؤسسات القرض الوحيدة التي تتمتع بإنشاء النقود، إلا أن هذه المؤسسات تلتزم بالاحتفاظ بالنقد المركزي أو لمواجهة التهربات النقدية. ولتوضيح دور السوق النقدية في تمويل البنوك التجارية كأحد أهم العناصر النشطة فيها، يبين الجدول الموالي أهم الأساليب المستعملة في السوق لإعادة تمويل البنوك التجارية.

الجدول رقم (6): أهم الأساليب المستعملة في السوق لإعادة تمويل البنوك التجارية في السوق النقدية

المؤسسة	أسلوب إعادة التمويل
البنوك التجارية	سوق ما بين البنوك
	إصدار شهادات الإيداع
	تقنيات إعادة الشراء
	توريق القروض البنكية

المصدر: من إعداد الباحث

¹ - BEN HAMOUDA GHALIB, le refinancement des banques en Algerie, mémoires de fin detude, présenté en vue de l'obtention du diplôme de post gradation spécialisé en banque, école supérieure de commerce, alger, 1998, p 38.

الفرع الأول: سوق ما بين البنوك

إن إعادة تمويل البنوك التجارية يكون من بنوك ومؤسسات مالية أخرى على مستوى سوق ما بين البنوك، وهذه السوق تشكل مصدر تمويلي هام للبنوك مثلما ذكرنا سابقاً، وذلك من خلال ما توفره من عمليات كعمليات اليوم ليوم، والعمليات لأجل بما فيها عمليات غدا لبعده غد والتي يتم من خلالها تسليم الأموال في اليوم الموالي لإيرام الصفقة على أن يتم تسديدها في اليوم الموالي لذلك.

ومن خلال هذه العمليات يستطيع البنك التجاري تعديل وتنظيم خزينته بشكل يومي خاصة عن طريق عمليات اليوم ليوم. وتأخذ هذه العمليات داخل سوق ما بين البنوك عدة أشكال أو صيغ لتوفير النقد المركزي للبنوك والمؤسسات المالية، وتظهر هذه الصيغ كالاتي:

- فمن جهة، إقراض أو اقتراض على بياض: أي تقديم قروض لفائدة خزانة البنك دون تسليم أوراق مالية (supports) كضمان، وبالتالي تكون العملية على أساس الثقة.

- من جهة أخرى، الأمانات: عملية أخذ بالأمانة للقيم المنقولة تعني في هذه الحالة أن البنك المقترض يتحصل على الأموال المرغوبة مقابل تسليمه لأصول مالية إلى المقرض على سبيل الضمان، وهذه الأصول عبارة عن أوراق مالية خاصة ممثلة لقروض موزعة (بما فيها الديون العقارية)، أو أوراق مالية عامة (كأذون الخزينة) ويكون هذا النقل للأصل المالي من المقترض إلى المقرض إما نقلاً حقيقياً أو نقلاً معنوياً، إذ يقوم المقترض بعزل الأصل المالي موضوع المبادلة من محفظته المالية ويضعه في ملف خاص لحساب الدائن المقرض ويسمى الضمان في هذه الحالة ضماناً معنوياً، في حين إذا كان التسليم إلى الدائن المقرض فإن الضمان يكون حقيقياً.

- وتشير عملية أخذ بالأمانة لهذه الأوراق إلى أن البنك المقترض يلتزم بإعادة شرائها (الأصول المالية) بعد أجل وسعر متفق عليه مسبقاً.

- وإما من خلال الشراء والبيع النهائي للأوراق: أي أن مؤسسات القرض تشتري وتبيع بشكل نهائي الأوراق المالية الخاصة وسندات الخزينة غير القابلة للتداول، والمستحقات القابلة للتداول في السوق النقدية، وشهادات الإيداع، وسندات الشركات والمؤسسات المالية، وأذونات الخزينة القابلة للتداول، بالإضافة إلى سندات الصندوق.

الفرع الثاني: إصدار شهادات الإيداع

مثلما ذكرنا سابقا هذه الشهادات يصدرها البنك التجاري بسعر فائدة وأجل استحقاق وتباع بقيمتها الاسمية، ويحصل المستثمر عند أجل الاستحقاق على القيمة الاسمية بالإضافة إلى معدل الفائدة. كما أن معدلات الفائدة على هذه الشهادات قابلة للتفاوض بين البنك والمستثمر، وبالتالي تتوقف قدرة البنك على جذب الودائع على المعدل الذي يتفق عليه والذي قد يعكس معدلات الفائدة في السوق.¹

وتكون هذه الوثائق التي تقابل أموال مودعة لدى البنوك، قابلة للتداول لفترة زمنية معينة، وكثيرا ما تدفع المستثمرين إلى تفضيلها على حسابات التوفير التقليدية، خاصة عندما يجد هؤلاء المستثمرين بأن الودائع القابلة للتداول تحقق عادة عوائد أكبر مما يمكن للحسابات المذكورة أن توفرها. وفي نفس الوقت يمكن للمستثمرين بيع الوثائق المعنية قبل موعد الاستحقاق، ولكن مقابل خصومات معينة وبذلك بالإمكان توفير السيولة وتحقيق العوائد متى ما يحتاج المستثمرون إلى الأموال النقدية.²

من هنا يمكن القول أن هذه الأداة وما تتمتع به من خصائص تساعد البنك التجاري في إعادة التمويل داخل السوق النقدية، كما يمكن للمودعين تحريك مدخراتهم في تلك السوق مقابل عوائد أكبر من العوائد البنكية الثابتة، ويحصلون على السيولة عند الحاجة نتيجة قابلية هذه الشهادات للتداول في السوق الثانوية قبل تاريخ استحقاق الوديعة عن بيعها.

الفرع الثالث: تقنيات إعادة الشراء

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء إحدى أدوات السوق النقدية، وهي عبارة عن قروض قصيرة الأجل، تهدف إلى تمويل محزون إضافي من أوراق مالية سهلة التداول وتستفيد منها البنوك بضمان أذون الخزينة، مع الإشارة إلى أنه إذا لم يقر البنك المقترض بسداد القرض فإن المقرض يصبح مالكا لتلك الأذونات. وتتم هذه التقنية عبر الخطوات التالية:

- تقديم قرض لبنك من مؤسسة ما.

- تقبض المؤسسة أذون خزينة تعود ملكيتها للبنك.

¹- عبد الغفار حنفي، والسيدة عبد الفتاح اسماعيل، مرجع سابق، ص 68.

²- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 141.

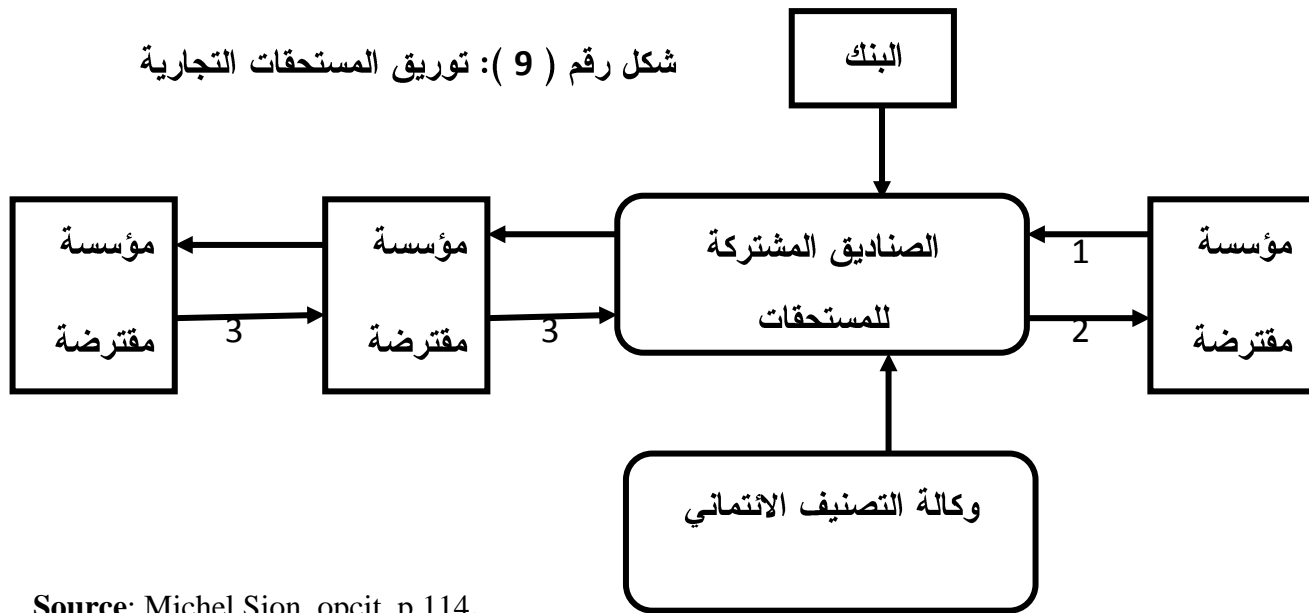
- يقوم البنك في يوم تاريخ استحقاق القرض بإعادة شراء أذون الخزينة بسعر أعلى قليلاً من مبلغ القرض وإرجاع قيمة القرض إلى حساب الدائن.

كما أن هذه الأداة هي إحدى وسائل الاقتراض المتبعة من التجار المتخصصين في شراء وبيع الأوراق المالية. ومن ثمة يمكن للشركات التجارية التي لديها أرصدة في حساباتها بالبنوك أن تستخدم اتفاقيات إعادة الشراء من أجل الحصول على عائد من هذا الرصيد حتى الحاجة إليه، وذلك باستخدام هذا الرصيد في شراء أذونات خزينة من البنك الذي يتمكن من إعادة التمويل من خلال اتفاقية إعادة الشراء العكسية، على أن يبيعها المقرض (الشركة التجارية) إلى البنك المستفيد في المستقبل بسعر أعلى.¹

الفرع الرابع: توريق القروض البنكية

أولاً- مفهوم نشاط التوريق:

يعتبر نشاط التوريق أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها لأحد المؤسسات المالية البنكية أو غير البنكية، أن تقوم بتحويل الحقوق المالية (غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول) إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص (تسمى في هذه الحالة شركة التوريق) بهدف إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل هذه الحقوق المالية والتي تكون قابلة للتداول في السوق.² أي أن التوريق يستند إلى التنازل عن أصول مالية لكيان منشئ بهدف التمويل



Source: Michel Sion, opcit, p 114.

¹ - عبد الغفار حنفي والسيدة عبد الفتاح إسماعيل، مرجع سابق، ص 64.

² - عبد المنعم أحمد النهامي، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مكتبة عين شمس، القاهرة، 2004، ص 61.

ويمكن شرح هذا المخطط من خلال هيئات عملية التوريق

ثانيا: هيئات عملية التوريق.

1- الممول:

قد يكون الممول بنك متخصص عقاري أو صناعي أو زراعي، أو شركة تمويل أو قد يكون بنك تجاري قام بإقراض الزبائن، الأمر الذي ينتج عنه مستحقات مالية في شكل ديون ضمن أصول ميزانية البنك، حيث يستطيع هذا الأخير تحويلها في مجموعات متجانسة مضمونة بأصول من أجل إعادة التمويل من منشأة متخصصة ذات غرض خاص (شركة التوريق).

2- شركة التوريق:

من خلال المخطط أعلاه تشكل الصناديق المشتركة للمستحقات شركة التوريق، تنشأ مثل هذه الشركات لتحول إليها المستحقات المالية المضمونة بأصول، مقابل إصدار أوراق مالية مضمونة، بحصيلة هذه المستحقات والأصول الضامنة لها، وهذا ما يسمى بعملية توريق الديون. ويمكن أن تكون شركة التوريق شركة تابعة أو شقيقة للجهة الممولة (في مثالنا البنك التجاري).

وفي بعض الحالات فإن عملية إصدار الأوراق المالية قد لا تكون خاصة بممول وحيد، وإنما قد تقوم شركة التوريق بتجميع مجموعة من الحقوق المالية المكفولة بالحقوق المالية المضمونة بأصول مرهونة من ممولين مختلفين وتوريقها مع بعضها البعض، عندما لا يكون لدى الممول الواحد منهم كمية كافية من الأصول لإصدار مجموعة من الأوراق المالية.¹

وفي مثالنا تتمول الصناديق المشتركة للمستحقات (شركة توريق) من خلال إصدار الحصص التي تباع إما لدى مستثمرين، وإما لدى مؤسسة مالية تقوم بإصدار سندات الصندوق (أوراق الخزينة) في السوق النقدية، علما أن تاريخ استحقاق سندات الصندوق يكون مساوي لذلك المرتبط بالدين المستحق للبنك.²

¹ - نفس المرجع الأخير، ص ص 61، 62.

² - Michel Sion, opcit, p 112.

3- شركات التصنيف الائتماني:

تعمل هذه الوكالات ضمن ما يسمى بالأساليب الشائعة لتقييم الجدارة الائتمانية للأوراق التجارية ومثال على ذلك تلك التي تعرضها وكالتا "موديز" (Moody's) وستاندرد أند بورز (standard and poor's) الأمريكيتين، وتحدد هاتان الوكالتان الجدارة الائتمانية لسندات الدين الصادرة بناء على طلب الجهة المصدرة.¹ ومن ثمة يكون المستثمرون على معرفة بالمخاطر الائتمانية المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية المصدرة من شركة التوريد، وذلك من خلال جمع المعلومات وتحليلها لتحديد التصنيف الائتماني المناسب لهذه الأوراق.

ثالثاً: أهمية عملية التوريد.

تتجلى أهمية عملية التوريد في أنها:

- تساهم في تحويل المستحقات المالية الثابتة إلى إصدارات جديدة في شكل أوراق مالية قابلة للتداول تدعم زيادة السيولة في السوق.
- تدعم الهيكل التمويلي للمؤسسات والبنوك عن طريق تحويل الالتزامات.
- تعد تكلفة التمويل وفق هذه العملية أكثر ملاءمة في الغالب بسبب الدخول في السوق النقدية، عبر إصدار سندات الصندوق (أوراق الخزينة) مع الأخذ في الحساب أهمية تكاليف التصنيف.²
- وسيلة جيدة لخصوصية مؤسسات قطاع الأعمال بإعادة تحسين هيكلها المالي قبل عملية البيع من خلال الطرح العام.³

المطلب الثاني: دور السوق النقدية في تمويل الخزينة العمومية

إن الخزينة العمومية مثلما ذكرنا سابقاً عبارة عن وحدة مالية ، وظيفتها المالية نجدها في ميزانية العمليات المالية للدولة، أي أنها تشخيص مالي للدولة يقوم بتحصيل موارده ودفع مستحقاته.

¹- برايان كويل، مرجع سابق، ص 77.

²- Michel sion, opcit, p 114.

³- عبد المنعم أحمد التهامي، مرجع سابق، ص 64.

وتجدر الإشارة إلى أن دخول وخروج التدفقات النقدية لدى غالبية الأفراد والمؤسسات يعد نادرا متناسق أو متوافق بشكل تام مع بعضه البعض، نفس الشيء بالنسبة للحكومات التي تجمع الرسوم من الجمهور فقط في أوقات محددة من السنة، فمثلا في الولايات المتحدة الأمريكية تكون مدفوعات ضريبة الدخل للأشخاص الطبيعيين الاعتباريين مستحقة الدفع في أبريل، بينما النفقات النقدية ينبغي أن تكون حاضرة على طول السنة، لتغطية الأجور والرواتب الخاصة بموظفي الحكومة، وأيضا لتغطية نفقات دائرة التمويل، والإصلاحات وتكاليف الوقود، بالإضافة إلى تكاليف أخرى غير متوقعة.

وعند تجميع الضرائب فإن الحكومات تكون عادة في حيرة، لأن تلك الأموال المحصلة بعيدة جدا عن تجاوز أو بلوغ احتياجاتها الفورية، وفي هذه الأوقات تدخل الحكومات السوق النقدية بشكل دوري... خاصة وأن تلك الأموال المحصلة (الإيرادات النقدية) تتحرك ببطء بالمقارنة مع النفقات الجارية، الأمر الذي يجبر الحكومات الدخول إلى السوق كمقترضة للأموال من خلال إصدار أصول مالية مغرية (أذون خزينة) للمستثمرين في السوق النقدية.¹

أي تجد الحكومة في رحاب هذه السوق الأموال اللازمة لمواجهة نفقاتها الجارية والطارئة والتي تتجاوز الاعتمادات الواردة في الميزانية.

وبالتالي باعتبار الخزينة العمومية صندوق الدولة، فإنها تكون مكلفة بإصدار وإدارة الدين العام فهي تضمن إصدار اقتراضات لأجل متوسط وطويل الأجل، فهي تستفيد إذا من أموال البنوك التي تفتح شبائبيها لتوظيف القروض.

وبالنسبة للاقتراضات قصيرة الأجل تلعب الخزينة العمومية دور رئيسي في إصدار أذونات الخزينة، خاصة وأن هذه الأوراق تضمن في أي لحظة وجود سيولات كافية للاستجابة للإلتزامات الهيئات المحلية التي تضمن المدفوعات النقدية وتسهر على جاهزية تلك السيولات.²

وهكذا فإن أذونات الخزينة كأحدى الأصول المالية القابلة للتداول في السوق النقدية حيث المدين هو الحكومة، تشكل أداة تمويلية لهذه الأخيرة، وضمانا لحاملها لأنها صادرة من جهة موثوق

¹-Peter s. Rose, money and capital markets (financial institutions), seventh edition, library of congress cataloging in publication data, USA, 2000, p 394.

²- P.M G AUDMET et J. MOLINER, finances publiques; budget et trésor, tome I, édition Montchrestien, 6^{ème} édition, paris, 1992, p 448.

فيها. بالإضافة إلى أن هذه الأوراق تتمتع بخاصية الخصم كبقية الأوراق التجارية للحصول على قيمتها قبل حلول آجال استحقاقها لدى أي بنك تجاري.

وكنتيجة يمكن القول أن أدونات الخزينة تحقق فائدة للحكومة لمواجهة نفقاتها ولحاملها على حد سواء.

المطلب الثالث: دور السوق النقدية في تمويل المؤسسات الاقتصادية والأفراد

الفرع الأول: الحاجة للسوق النقدية

تعمل السوق النقدية على توفير التمويل قصير الأجل والمتوسط للنشاطات الاقتصادية، وخاصة الإنتاجية منها، ويظهر هذا الدور وأهميته بشكل واضح في الدول النامية، والتي تعجز بعض المشاريع فيها عن تشغيل طاقاتها الإنتاجية المتاحة، ويجعل هذا الأمر دور السوق النقدية أساسيا في توفير التمويل التشغيلي القصير والمتوسط الأجل للمشاريع الإنتاجية خاصة في تلك الدول.

فمؤسسات الأعمال تجمع مداخيل المبيعات في وقت ما، وتنفق وتوزع الأموال في أوقات أخرى لتغطية الأجور والرواتب، وللقيام بترميمات والحاجة إلى نفقات تشغيلية أخرى.

وعند التدقيق في حساب مؤسسة أعمال، فإننا نجد أن هذا الحساب يتقلب يوميا بين فوائض نقدية كبيرة ونقد غير موجود أو منخفض.

وتدفع وضعية النقد الفائض بشكل متكرر المؤسسة إلى السوق النقدية كمقرض صاف للأموال، وذلك من أجل استثمار الأموال العاطلة بأمل كسب على الأقل معدل عائد بسيط، وتجبر العجوزات النقدية المؤسسة على الاقتراض من السوق، من خلال البحث على مؤسسات أخرى ذات أموال فائضة بشكل مؤقت.¹

وهكذا فإن السوق النقدية تعمل على سد الثغرة بين الإيرادات والنفقات النقدية، مغطية بذلك العجوزات النقدية ذات الأجل القصير والمتوسط للمؤسسات بالإقتراض عندما تتجاوز النفقات الحالية الإيرادات، وتوفر السوق أيضا منفذا للاستثمار للوحدات التي تتجاوز إيراداتها الجارية نفقاتها الجارية.

وعندما لا يوظف صاحب الأموال النقد العاطل فإنه يتعرض لتكلفة الفرصة البديلة في تشكيل دخل إضافي، وفوق ذلك تشكل الأموال العاطلة غير المستثمرة بشكل يومي ضياع أو خسارة لدخل إضافي

¹ - Peter s.Rose, opcit, p 394.

في ذلك اليوم، فعندما تدخل مبالغ كبيرة من الأموال العاطلة إلى السوق النقدية فإنها تشكل استثمارات مربحة حتى وإن كانت لـ 24 ساء، لأنها يمكن أن تكون بأحجام كبيرة.

وبتوفر السيولة في السوق النقدية تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على احتياجاتها من أدوات الدفع لتنفيذ خططها الإنتاجية من شراء مواد أولية ودفع أجور العمال، وجل العمليات التي تساهم في سيرورة النشاط الإنتاجي.

الفرع الثاني: أهمية سندات الصندوق

تتجه مؤسسات الأعمال نحو السوق النقدية لسد حاجياتها التمويلية، وذلك من خلال طرح سندات صندوقية تمكنها من الحصول على الأموال اللازمة من السوق، وهذه الأصول القابلة للتداول توفر للمؤسسة موارد نقدية بأقل تكلفة على عكس التكاليف المتمثلة في الفوائد المطبقة على القروض في حالة الوساطة البنكية.

وبالإضافة إلى ذلك:

- تصدر سندات الصندوق من طرف المؤسسات العامة والخاصة.
- تساعد المؤسسة في الاقتراض من كل من يرغب في توظيف فوائضه النقدية.
- تشكل سندات الصندوق مصدر تمويلي متاح حسب حاجة المؤسسة لرأس المال العاطل ولسد احتياجات العمليات الموسمية أو الطارئة.
- يساهم إصدار سندات الصندوق بصيغة بسيطة ومرنة في تخفيض تكاليف التمويل مقارنة بالقرض البنكي الكلاسيكي هذا من جهة، ومن جهة أخرى تزيد تلك الأداة من استقلالية المؤسسة أمام البنوك.

لذلك تساعد السوق النقدية على توفير التمويل في الدول النامية بشروط وتكاليف مناسبة مقارنة بالاقتراض من البنوك الدولية والجهات التمويلية الخارجية الأخرى، وبالذات البنوك التجارية التي قد تفرض شروط إقراض غير ميسرة سواء اتصل الأمر بأسعار فائدة مرتفعة، وبفترات إهمال وتسديد

قصيرة غير مناسبة إضافة إلى الشروط والإجراءات الأخرى التي ترافق منح مثل هذا التمويل من الأطراف التمويلية الخارجية.¹

- تساهم هذه الأداة أيضا في زيادة سمعة المؤسسة المصدرة للسندات، وذلك من خلال الإصدارات الدورية، وتمنح هذه السمعة المؤسسة إمكانية الاستفادة من إصدار سندات بأسعار فائدة مناسبة.

- تشكل سندات الصندوق أداة جيدة للتوظيف لفائدة المستثمرين كما أنها قابلة للتسييل في السوق النقدية من خلال البيع والشراء مثلها مثل بقية الأصول المالية القابلة للتداول في السوق.

- بسبب قصر آجال استحقاق هذه السندات فإن خطر السيولة يكون منخفض.²

الفرع الثالث: أهمية السوق النقدية للأفراد

يهدف الأفراد بصفة أساسية إلى تعظيم المنفعة الناتجة عن الاستهلاك، علما أنهم لا ينفقون في الغالب كل دخلهم على الإنفاق الجاري، لأنهم يبحثون عن أوعية إدارية لحفظ مدخراتهم ليتم الاستفادة منها في نفقات مستقبلية.

وتكون الأموال المعروضة من طرف الأفراد والناتجة عن زيادة الدخل عن الاستهلاك موجهة نحو التوظيف قصير الأجل بغية الحصول على عائد فضلا عن حفظ تلك الأموال.

وتوفر السوق النقدية لصغار المدخرين والمستثمرين في الدول النامية، باعتبارهم معظم المدخرين والمستثمرين في تلك الدول، الإمكانية لاستغلال مدخراتهم الصغيرة واستثمارها، حيث يستطيعون اختيار شكل الاستثمار ومجاله تبعا لما يتوقعون الحصول عليه من عوائد وبالشكل الذي يتناسب مع طبيعة ومدخراتهم وتماشيا مع درجة المخاطرة التي يكونون على استعداد لتحملها، حيث تتيح لهم السوق في هذا الإطار قنوات وأشكال متعددة لاستثمار مدخراتهم وبالشكل الذي يناسب كل منهم.³

أي يفضل الأفراد في حالة وجود فائض مالي لديهم التوظيف قصير الأجل في السوق النقدية من خلال شراء أذون الخزانة أو شهادات الإيداع القابلة للتداول، ومن مختلف الأصول المالية القابلة للتداول في

¹ - فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص 30، 31.

² - Robert FERRANDIER et VINCENT KOENT, opcit, p 139.

³ - فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص 31.

السوق، ومن ثمة فهم يرغبون بالاحتفاظ بمحفظة مالية ذات أصول مدرة للعائد وقابلة للتسييل بسهولة وبتكاليف متدنية.

مما سبق يمكن القول أن الأفراد يساهمون بتوفير السيولة في السوق النقدية التي تعتبر منفذ رئيسي لاستثمار إدخاراتهم هذا من جهة ، ومن جهة أخرى يحتاج الأفراد إلى الائتمان الاستهلاكي عند عدم كفاية مواردهم النقدية لمواجهة احتياجاتهم وبذلك تتدخل البنوك التجارية كأحدى المشاركين الرئيسيين في السوق النقدية لتمويل الأفراد لشراء السلع الاستهلاكية المعمرة عبر ما يسمى بالبيع بالتقسيط.

المطلب الرابع: عمق وسعة السوق النقدية

تتحرك الأوراق المالية في السوق النقدية بسهولة من البائعين إلى المشتريين عبر أنشطة صناع السوق من سماسرة ووسطاء. حيث يحوز سماسرة القيم المنقولة على احتياطات من القيم المنقولة، وهي بذلك تشبه المحلات التي تحتفظ ببيانات جرد البضائع.¹

ويكون السماسرة دائما مستعدين لشراء أو بيع الأوراق المالية خصوصا وأنهم ممولين في الغالب بقروض بنكية. فعندما تفرض البنوك معدلات فائدة أكثر ارتفاعا على القروض قصيرة الأجل، فإن السماسرة يفرضون بدورهم معدلات عائد أكثر ارتفاعا على أوراق السوق النقدية التي يمولونها بالأموال المقترضة.

والعكس صحيح، إذ عندما تخفض البنوك معدلات الفائدة على القروض قصيرة الأجل، فإن سماسرة القيم المنقولة تخفض بدورها معدلات العائد التي تفرضها على أوراق السوق النقدية ومثال على ذلك نجد في إنجلترا أن سماسرة الأوراق التجارية وبيوت الخصم يقترضون من البنوك التجارية عند سعر فائدة منخفض جدا، لأن القرض يمكن رده في خلال الأجل القصير، وهذه الخاصية تسمح للبنوك الأنجليزية بالحصول على أصل مميز من أصول السيولة ما يمكن هذه البنوك من الاحتفاظ باحتياطات نقدية منخفضة بالمقارنة مع معظم البنوك العالمية الأخرى.²

¹ - Velay Leroy, monnaie et banque, édition études vivantes, bibliothèque nationale du Québec, CANADA , 1984, p 183.

² - مجدي محمود شهاب، اقتصاديات النقود والمال، مرجع سابق، ص 141.

بالإضافة إلى ذلك يمكن للأموال أن تتحرك أيضا بسرعة أكثر في السوق النقدية بسبب أن تجار السوق النقدية يتاجرون بالأموال التي تعد بشكل رئيسي أرصدة الإيداع لدى البنوك التجارية في شكل حسابات مقبوضة من البنك المركزي ومن مجموعة كبيرة من البنوك المراسلين عبر الوطن.

فمثلا عندما تشتري مؤسسة الإتجار سندات من مستثمر، فإنها تتصل فوراً ببنكها وتطلب تلك الأموال التي تمول من حسابها إلى حساب المستثمر في بنك آخر.

والعديد من هذه الصفقات تتحرك عن طريق الشبكات السلوكية مثل شبكة التحويل السلوكية الالكترونية للاحتياطي الفيدرالي (البنك المركزي في الولايات المتحدة الأمريكية) ومن خلال ذلك يقوم البنك المركزي أو مؤسسة تحويل الأموال بأخذ أو نقل الأموال من حساب احتياطي بنك المشتري إلى حساب بنك البائع.

وبالتالي ما يزيد من سرعة تحرك الأموال في السوق النقدية هو وجود مجموعة من تجار الأوراق المالية وشبكات متطورة لتحويل الأموال، فتكون الصفقات جد سريعة بحيث البائع للسندات يحصل على الأموال جاهزة ومن ثمة بإمكانه إقامة استثمارات جديدة، أو دفع فواتير ، أو تستعمل من أجل أهداف أخرى، ففي نفس اليوم من تحصيل الأموال تنفذ التجارة أو يقدم القرض.

ومن ثمة أصبحت تسمى الأموال الفيدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية غالبا بالأموال الحاضرة بشكل فوري بسبب السرعة التي معها يتحرك النقد من حساب احتياطي لدى بنك إلى حساب آخر.¹

المطلب الخامس: صلاحية السوق النقدية

تتوقف صلاحية السوق النقدية حتى تؤدي الدور المنوط بها، على مدى نمائها لتأمين السيولة للجهاز البنكي، وللمؤسسات الاقتصادية والسماسرة وجميع الأطراف الأخرى، وتمكين البنك المركزي من الرقابة الائتمانية.

ويمكن التعرف على مدى نماء هذه السوق بما توفره من سيولة وما تتصف به من تعدد وتنوع في الأصول المالية القابلة للتداول، وحجم ونوعية المؤسسات البنكية والمالية المتدخلة في السوق ومدى قدرة هذه المؤسسات على مواكبة استعمال الأساليب الحديثة في المعاملات وعلى توفير أدوات الدفع والتمويل بأقل تكلفة ممكنة لمختلف القطاعات الاقتصادية.

¹ -PETER S ROSE, opcit, p 400.

وتؤثر السلطة النقدية ممثلة في البنك المركزي على عمل السوق النقدية بدرجة كبيرة من خلال الإجراءات والضوابط التي يضعها لتنظيم وتوجيه عمل هذه الأسواق النقدية، والإشراف والرقابة عليها، وبالذات من خلال السياسة النقدية وأدواتها، رغم أن هذا الدور والتأثير يختلف حسب طبيعة الاقتصاد وإدارته ودرجة تطوره.¹

وتستطيع السوق النقدية الواسعة والعميقة امتصاص أو استيعاب حجم كبير من الصفقات، وهذا فقط بتأثيرات طفيفة على أسعار السندات ومعدلات الفائدة.²

وضيق التعامل في الأدوات المالية، بما فيها الأوراق التجارية، فضلا عن قيام البنوك التجارية بخصم الموجود منها مباشرة لعملائها والاحتفاظ بها في محفظتها لحين استحقاقها وعدم توافر أسواق يعتد بها للتعامل في الاقتراض قصير الأجل.³

وفي الحقيقة كانت هناك تجارب تهدف إلى إنماء أسواق هذه البلدان، إلا أن النتائج كانت محدودة، وهذا راجع إلى أن إنماء السوق النقدية يتوقف على توافر عدة شروط مرتبطة بتطور الاقتصاد على طريق التنمية وتتحصل هذه الشروط فيما يلي:⁴

- انتشار استخدام النقود في الاقتصاد.

- يتعين وجود عروض للسيولة البنكية قابلة للإقراض، وتتميز هذه القروض بالانتظام تقابلها طلبات منتظمة على هذه السيولة

والمقصود بالانتظام هنا هو عدم اقتصار هذه العروض والطلبات في فترة واحدة من السنة ولتكن فترة الحصاد، ويتوقف تحقق هذا الشرط على مدى تنوع الأنشطة الإنتاجية الطالبة للانتماء بصفة منتظمة على مدار السنة.

- ينبغي إعادة تنظيم الجهاز البنكي بحيث تعمل البنوك على تبادل فوائضها السائلة فيما بينها، بحيث يمتنع عليها تحويلها إلى الخارج لتوظيفها في الأسواق النقدية الأجنبية، ويمثل هذا الشرط أهمية خاصة بالمسبة للدول التي تتبع سياسة تحررية فيما يتعلق بحرية التحويل إلى الخارج.

¹ - فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص 59.

² - PETER S ROSE, opcit, p 399.

³ - محمد زكي الشائعي، مرجع سابق، ص ص 252، 253.

⁴ - عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سابق، ص 189.

- كما تستدعي السوق النقدية وجود بنك مركزي قادر على تنشيط هذه السوق والسيطرة عليها وذلك من خلال التنسيق بين الحكومات والبنوك المركزية لهذه البلدان وإشراك هذه الأخيرة في رسم كل من السياستين النقدية والمالية.

المبحث الثالث: أدوات السياسة النقدية المستعملة في السوق النقدية.

ينتهج البنك المركزي ضمن إطار عملي مجموعة من أدوات التدخل تستعمل حسب الأهداف المرجوة للسياسة النقدية، ويسمح هذا الإطار من جهة بإرشاد وتوجيه المعدلات (سعر النقد المركزي) تبعا للتوجه المحدد، ومن جهة أخرى بإدارة سيولة السوق النقدية.

المطلب الأول: السياسة النقدية وقرارات البنك المركزي.

الفرع الأول: مفهوم السياسة النقدية.

تعددت تعاريف السياسة النقدية بشكل واسع ومتنوع، إلا أن هناك اتفاق حول العناصر المكونة لها، والمتمثلة في السلطات النقدية، كهيئة قائمة على الإدارة، والتدابير المتخذة من تلك السلطات لبلوغ مجموعة من الأهداف.

فتشمل السياسة النقدية جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية، التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي.¹

وتمثل السياسة النقدية أداة رئيسية من أدوات السياسات الاقتصادية العامة، تستخدمها الدولة. بجانب السياسات الأخرى كالسياسة المالية والتجارية وسياسة الأجور والأسعار للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها في المتغيرات المحورية المكونة لهذا النشاط كالاستثمار والأسعار والنتائج والدخل.²

كما تعتبر السياسة النقدية مجموعة من الوسائل التي تطبقها السلطات النقدية المهيمنة على قنوات النقد والائتمان، وتتم هذه الهيمنة بإحداث تأثيرات في كمية النقود أو كمية وسائل الدفع بما يلائم الظروف

¹ - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم - الأهداف - الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع القاهرة، ط 1، 2005، ص 98.

² - عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص24.

الاقتصادية المحيطة، والهدف من هذه التأثيرات امتصاص السيولة الزائدة أو حقن الاقتصاد بتيار نقدي جديد.¹

وعليه يمكن القول أن السياسة النقدية هي مجموعة من الإجراءات المستخدمة من السلطات النقدية لمراقبة العرض النقدي قصد تحقيق أهداف اقتصادية معينة، باعتبار أن السياسة النقدية تسعى عن طريق مجموعة من الوسائل المتنوعة للقيام بعمليات كيفية وعمليات تمس توزيع القروض إلى التحكم في عملية تمويل الاقتصاد بوسائل الدفع المتعددة والمتنوعة.

الفرع الثاني: قرارات البنك المركزي.

إن الوسيلة الوحيدة لنقل تأثير السياسة النقدية إلى كافة الاقتصاد هي البنك المركزي الذي يسعى من خلالها إلى إبقاء التوازن بين العرض والطلب النقدي بشكل دقيق وممكن، وذلك من أجل أن يحافظ على مرونته.² فإذا قرر البنك المركزي تخفيض معدل التوجيه الذي تطرقنا له سابق من أجل عمليات إعادة التمويل، فإن الأعوان المقبولة في سوق ما بين البنوك تعمل على توفير النقد المركزي بأقل سعر، علما أن معدل التوجيه (لإعادة التمويل) يعد أقل من سعر السوق.

فمثلا التحليل النقدي لإستراتيجية البنك المركزي الأوروبي، والتي تعني تحليل نمو المجمع النقدي M3 وتشكيلة واسعة من المؤشرات الاقتصادية والمالية، يبين أن الهدف الرئيسي هو المحافظة على استقرار الأسعار بأجل متوسط، وتخفيف المخاطر شيئا فشيئا.³ فبعد أن يقرر محافظي البنك المركزي الأوروبي تخفيض المعدلات الموجهة (معدل إعادة التمويل ومعدل الحد الأقصى الذي يوطر السوق). يتعين وضع هذا القرار قيد التنفيذ. وفي هذه الحالة ترأسل مؤسسات القرض بشكل منتظم البنك المركزي الأوروبي من أجل الحصول على السيولة (عروض المؤسسات) الضرورية لتلبية احتياجاتها.

ومثل هذا القرار من البنك المركزي يؤثر بدوره على معدلات الفائدة في السوق النقدية، ومن ثمة يعطي توجه جديد للسياسة النقدية يتماشى مع أهداف البنك المركزي.

¹ -عقيل جاسم، النقود والمصاريف، ط1، دار المجدلاوي، عمان، 1999، ص332.

² -E. CHARDOILLET et des autres, L'essentiel des marches financiers, édit d'organisation, Paris, 2010, pp153, 154

³ -PASCAL GAUDRON et SYLVIE LECARPENTIER-MOYAL. opcit ; p202.

المطلب الثاني: أدوات البنك المركزي المطبقة في السوق النقدية.

يتدخل البنك المركزي في السوق النقدية، فضلا عن قيامه بعملية الرقابة خارج السوق النقدية في إطار عملية إعادة التمويل إلى جانب أداة الاحتياطي الإجباري.

الفرع الأول: التدخل في السوق النقدية.

باعتبار السوق النقدية المكان المفضل لتطبيق أدوات السياسة النقدية، فإن البنك المركزي كعنصر رئيسي في هذه السوق بإمكانه إدارة الأسعار والكميات، والتي تعني في السوق النقدية معدلات الفائدة وكميات النقد المركزي.

أولاً- عمليات السوق المفتوحة:

1 — مفهومها وآلية سيرها:

ويقصد بها عمليات البيع والشراء المباشرة التي يقوم بها البنك المركزي للأسهم والسندات بصفة عامة في السوق المالية والأوراق التجارية والأذونات الحكومية في السوق النقدية بغرض التأثير في حجم الائتمان الذي تقدمه البنوك التجارية، والتحكم في حجم النقود المتداولة والتأثير من خلالها على حركية النشاط الاقتصادي.¹

وتم استخدام هذه السياسة كأداة للإدارة النقدية فقط بعد الحرب العالمية الثانية، بعد تدهور أهمية سياسة معدل إعادة الخصم، وتعتبر من أهم الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي في الدول الرأسمالية للتأثير على حجم الإحتياطيات النقدية للبنوك، ومن ثمة على مقدرتها على تقديم الائتمان وعلى إنشاء نقود الودائع.²

أما آلية استخدام السوق المفتوحة في التأثير على الإحتياطيات المصرفية للبنوك فإنها تسير حسب الآتي:

¹ - صالح صالحي، السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي، ط 1، دار الوفاء للنشر والتوزيع، مصر، 2001، ص 42.

² - محي الدين الغريب، إقتصاديات النقود والبنوك، دار الهناء للطباعة، القاهرة، 1971، ص 596.

إذا وجد البنك المركزي أن الوضع الإقتصادي يستدعي التدخل لكبح التضخم والعرض النقدي، فإنه يقوم بتقييد حجم الائتمان من خلال التدخل في السوق النقدية كبائع للأوراق المالية (أذونات الخزينة) للبنوك. ومن الواضح أنه عند بيع البنك المركزي لهذه الأوراق فإن ودائع العملاء لدى البنوك التجارية ستخف، بمعنى تقليص بيع الإحتياطيات النقدية لدى البنوك، والنتيجة التقليل من قدرتها على منح الائتمان.

أما إذا شعر البنك المركزي بضرورة زيادة الإنفاق لزيادة الإنتاج، ورفع مستوى الفعالية الاقتصادية، فإنه يقوم بشراء السندات الحكومية التي تحتفظ بها البنوك التجارية. وبالتالي تتحقق زيادة في أرصدة البنوك التجارية، وتقوى قدرتها على منح الائتمان.

وتؤثر هذه الأداة أيضا على معدلات الفائدة من خلال قيام البنك المركزي ببيع أو شراء الأوراق المالية. حيث سيؤدي ذلك إلى تحويل دالة الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق المفتوحة للتأثير الفوري على أسعار السندات ومعدلات الفائدة.¹

فعملية بيع السندات الحكومية من البنك المركزي يؤدي إلى انخفاض أسعارها، نتيجة لزيادة المعروض منها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، أما عند قيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية من السوق النقدية ترتفع أسعارها لزيادة الطلب عليها ومن ثمة تنخفض أسعار الفائدة عليها، وبالتالي انخفاض أسعار الفائدة في السوق.

2 - خصائصها:

تمتاز سياسة السوق المفتوحة بثلاث خصائص وهي:²

- المرونة: والتي تعني إمكانية مراجعة عمليات السوق المفتوحة يوميا، وبذلك يتسنى للبنك المركزي معرفة نتائج تطبيق هذه الوسيلة وتأثيرها على حجم الائتمان، وبالتالي يستطيع البنك في يسر وسهولة اتخاذ المواقف المناسبة يوما بعد يوم، فيشتري أوراقا مالية اليوم ثم يبيعها غدا، أو يبيع أوراقا مالية غدا ثم يشتريها بعد غد.

¹-THOMAS F CARGILL:Money,the financial system and monetary policy,3 rd edition,prentice,Hall,1982,p456

² -عبد المنعم راضي وفرج عزت، اقتصاديات النقود والبنوك، البيان للطباعة والنشر، مصر، 2001، ص129.

- الدقة: يستطيع البنك المركزي عن طريق عمليات السوق المفتوحة أن يحدد على وجه الدقة حجم تعامله في هذا السوق، وبالتالي المبالغ التي سوف يقوم بإضافتها أو خصمها من ودائع البنوك التجارية لديه.
- الحجم: يمكن للبنك المركزي القيام بعمليات السوق المفتوحة بأي حجم من الأوراق المالية، أي سواء كان عدد السندات الحكومية المشتراة أو المباعة كبيرا أو صغيرا.

3 – عمليات السوق المفتوحة على مستوى البنك المركزي الأوروبي.

تلعب عمليات السوق المفتوحة دورا رئيسيا في الجهاز النقدي الأوروبي، حيث تنقسم العمليات إلى أربعة أصناف: عمليات أساسية لإعادة التمويل، وعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل، وعمليات التعديل النهائي، والعمليات الهيكلية.

ويتم استعمال خمسة أنواع من الإجراءات لتنفيذ تلك العمليات وهي: عمليات التنازل المؤقت، والعمليات النهائية، وإصدار شهادات الدين، وعمليات صرف العملات، واسترجاع السيولة على بياض.

والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول رقم (7) : عمليات السوق المفتوحة في النظام الأوروبي.

عمليات السوق المفتوحة	نوع العمليات		تاريخ الإستحقاق	التكرار	الإجراء
	منح السيولة	سحب السيولة			
عمليات أساسية لإعادة التمويل	عمليات تنازل مؤقت	—	أسبوعان	أسبوعية	نداءات العروض العادية
عمليات إعادة التمويل لأجل طويل	عمليات تنازل مؤقت	—	03 أشهر.	كل شهر	. نداءات العروض العادية.
عمليات التعديل النهائي	عمليات التنازل المؤقت	. مبادلات الصرف . استرجاع السيولة على بياض . عمليات التنازل المؤقت	غير نمطية	غير منتظمة	. نداءات العروض السريعة . إجراءات ملزمة للطرفين
	شراء نهائي	بيع نهائي	—	غير منتظمة	. إجراءات ملزمة للطرفين
عمليات هيكلية	عمليات تنازل مؤقت	. إصدار شهادات الدين	نمطية وغير نمطية	منتظمة وغير منتظمة	. نداءات العروض العادية
	شراء نهائي	بيع نهائي	—	غير منتظمة	. إجراءات ملزمة للطرفين

Source :PASCAL GAUDRON et Sylvie LECARPENTIER-Moyal,opcit,p204.

وللإشارة، تمثل العمليات الأساسية لإعادة التمويل الطريقة الرئيسية لدعم السوق بالسيولة من البنك المركزي الأوروبي.

وتدعم العمليات الأخرى الجهاز النقدي الأوروبي، فتشكل عمليات إعادة التمويل لأجل طويل متمم لإعادة تمويل الجهاز البنكي. وتنفذ عمليات التعديل النهائي بشكل دقيق قصد إدارة وضعية السيولة في

السوق وضمان توجيه معدلات الفائدة من أجل ضمان تخفيف عارض التقلبات غير المتوقعة من السيولة البنكية على معدلات الفائدة، وأخيرا تسمح العمليات الهيكلية بتعديل الوضعية الهيكلية للنظام الأوروبي تجاه النظام البنكي.¹

وبشكل أوضح نأتي إلى شرح المصطلحات المستعملة في إطار عمليات السوق المفتوحة:

— العمليات الأساسية لإعادة التمويل: هي عبارة عن عمليات السوق المفتوحة المنفذة من طرف النظام النقدي الأوروبي بطريقة منتظمة، وفق صيغة عملية التنازل المؤقت. كما تتحقق هذه العمليات عن طريق نداءات العروض العادية والأسبوعية وبشكل عام لأسبوعين كتاريخ استحقاق.

— عمليات إعادة التمويل لأجل طويل: تمثل عمليات السوق المفتوحة التي ينفذها النظام النقدي الأوروبي بشكل منتظم عن طريق عملية التنازل المؤقت. كما يتم تنفيذ هذه العمليات بأسلوب نداءات العروض العادية في كل شهر، ومناسبة لأجل قدره ثلاثة أشهر.

— عمليات التعديل النهائي: تشكل عمليات السوق المفتوحة المحققة من طرف النظام النقدي الأوروبي بوجه غير منتظم، وبشكل رئيسي مخصصة للحد من التقلبات غير المنتظرة للسيولة البنكية.

— عمليات التنازل المؤقت: وهي العمليات التي من خلالها يشتري أو يبيع البنك المركزي أوراق مالية، في إطار إتفاقية الأمانة أو إتفاقية القروض المستندة إلى ضمانات.

فمثلا إذا أراد البنك المركزي أن يؤثر بشكل مؤقت على الاحتياجات البنكية، فإنه يستعمل إتفاقية إعادة الشراء (التي سبق شرحها) والتي تمثل تنازل مؤقت. ووفق هذه الآلية يشتري البنك المركزي أوراق مالية من البنوك التجارية بشرط إعادة بيعها من طرف البنك المركزي بعد مدة قصيرة قد تكون لأيام. والنتيجة زيادة مؤقتة في مستوى الاحتياجات البنكية ومن ثمة زيادة قدرة البنوك على منح الائتمان.

والعكس صحيح، حيث يتوجه البنك المركزي إلى بيع الأوراق المالية للبنوك التجارية لمدة قصيرة، ويعيد شرائها منهم، وبالتالي يستطيع البنك المركزي امتصاص الفوائض النقدية من البنوك باستعمال آلية التنازل المؤقت إلى غاية عودة الوضعية النقدية إلى حالتها الطبيعية المستقرة.

¹ - PASCAL GAUDRON et Sylvie LECARPENTIER-Moyal, opcit, p204.

— العمليات النهائية: وهي قيام البنك المركزي بشكل نهائي بشراء أو بيع الأصول المالية الجارية في المدة المتبقية لتاريخ استحقاقها.

— مبادلات الصرف: شراء أو بيع العملة الصعبة مقابل أخرى، بالعملة الحاضرة ولأجل في آن واحد. حيث ينفذ النظام النقدي الأوروبي عمليات السوق المفتوحة تحت صيغة مبادلات الصرف، والتي من خلالها البنوك المركزية الوطنية (أو البنك المركزي الأوروبي) تشتري أو تبيع اليورو بشكل فوري مقابل عملة وتعيد بيعه أو شراؤه في نفس الوقت وذلك في إطار العمليات لأجل.

— استرجاع السيولة على بياض: أداة من أدوات السياسة النقدية التي بإمكان النظام النقدي الأوروبي أن يستعملها للتعديل النهائي لاسترجاع السيولات من السوق النقدية وهذا مقابل فائدة تدفع من البنوك المركزية الوطنية على الودائع لأجل.

4 — فاعلية عمليات السوق المفتوحة:

حتى يمكن إبراز دور هذه الآلية بفاعلية في توجيه الإئتمان البنكي في الإقتصاديات المختلفة، كان لابد أن يحدث ما يلي:¹

— أن الاحتياطات النقدية للبنوك لدى البنك المركزي يمكن أن تزداد أو تنقص وفقا لأهداف البنك المركزي من عمليات السوق المفتوحة.

— تقوم البنوك بخفض أو زيادة قروضها تماشيا مع زيادة ، أو انخفاض احتياطاتها النقدية.

— يتأثر مقدار الطلب على الائتمان بالزيادة أو النقصان وفقا لزيادة أو نقصان الاحتياطات النقدية للبنوك، أو خفض أو زيادة أسعار الفائدة.

— ألا تكون هناك سيولة نقدية إضافية تزيد عن حاجة البنوك التجارية، بمعنى أن يصحب عملية الشراء من قبلها نقص في بعض الأصول.²

¹ - سامي خليل، اقتصاديات النقود والبنوك، شركة كاظم للنشر، الكويت، 1982، ص 662.

² - حمزة محمود الزبيدي، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني. ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2002، ص ص 77، 78.

- ألا يقدم البنك المركزي على خلق الائتمان من جانبه كبديل للنقص الذي أصاب ائتمان البنوك التجارية، كأن يقرض مثلاً الحكومة، وذلك في الأحوال التي يبيع فيها البنك المركزي بعض ما لديه من أوراق مالية.¹

بالإضافة إلى ضرورة توفر بيئة نقدية وبنكية تتضمن سوق نقدية نشطة يتم من خلالها تداول الأوراق المالية مقابل سيولة

5- سقف أدونات الخزينة:

يحدد البنك المركزي سقفاً، تلتزم من خلاله البنوك التجارية بالاكنتاب في سندات أو أدونات الخزينة، وهذا حسب موارد البنك التجاري.

وبما أن هذه الأدونات هي إحدى الأصول المالية عالية السيولة، الأمر الذي يسمح بتدعيم سيولة البنوك التجارية، في حين تستفيد الخزينة من موارد مالية إضافية، فضلاً عن أن السقف على هذه الأصول يمكن البنك المركزي من التحكم في قدرة البنوك الائتمانية.

ثانياً - معدلات الفائدة:

إذا قرر البنك المركزي زيادة السيولة البنكية لتدعيم دور البنوك التجارية في تقديم حجم إضافي من القروض داخل الاقتصاد الوطني، فإنه يتجه إلى تخفيض معدلات الفائدة في السوق، أما إذا أراد عكس ذلك فإنه يسحب السيولة لتقليص حجم القروض برفع تلك المعدلات.

ومن بين الأدوات المستخدمة في ذلك نجد ما يسمى بالتسهيلات الدائمة، والتي تتمثل في تسهيلات الودائع والتي تسمح لمؤسسات القرض بإيداع لدى البنك المركزي ودائع جارية عليها فائدة محددة مسبقاً، هذا من جهة.

من جهة أخرى نجد تسهيلات الإقراض والتي تسمح لمؤسسات القرض بالحصول على قروض بالنقد المركزي لـ 24 ساء، بمعدل فائدة محدد مسبقاً مقابل أصول مالية مقبولة لدى البنك المركزي، ومن

¹ - نفس المرجع، ص ص 77، 78.

ثمة يكون المعدل اليومي (يوم ليوم) للسوق النقدية واقع بين معدل الحد الأقصى للفائدة (تسهيلات القرض) ومعدل الحد الأدنى للفائدة (تسهيلات الإيداع).¹

ففي العادة لا تقوم البنوك التجارية بإعطاء فوائد على الودائع الجارية، في حين تقوم بتقديم فوائد على بعض الأصول المالية.

وقد يؤدي زيادة هذه الودائع لدى البنوك بطبيعة الحال إلى زيادة مكاسبها، الأمر الذي يقود إلى تنافس البنوك التجارية فيما بينها من أجل جذب أكبر قدر ممكن من الودائع عديمة التكلفة، وقد يجبرها ذلك إلى منح فوائد على الودائع الجارية لديها.

ومثل هذا التنافس قد يرفع بمستويات أسعار الفائدة إلى معدلات مرتفعة، ولذا قد يضع البنك المركزي حدود عليا على سعر الفائدة المطبق على الودائع الجارية، تلتزم البنوك من خلاله بإحترامه.²

الفرع الثاني: إعادة التمويل والاحتياطي الإجباري.

أولاً- سياسة سعر إعادة الخصم (سعر البنك):

1 - المفهوم:

تعد هذه الأداة من أقدم أدوات البنك المركزي في التأثير على حجم الائتمان الذي تمنحه البنوك التقليدية. وقد كان بنك إنجلترا أول من طور أداة سعر الخصم كوسيلة للتحكم في حجم الائتمان، فقد تم استخدامها سنة 1839.³

وسياسة سعر إعادة الخصم أو سعر البنك هي عبارة عن سعر الفائدة التي يتقاضاها البنك المركزي من البنوك التجارية نظير إعادة خصم ما لديها من كمبيالات وأوراق مالية أو لقاء ما يقدمه إليها من قروض مضمونة بمثل هذه الأوراق.⁴

¹ -PASCAL GAUDRON et Sylvie LECARPENTIER-Moyal, opcit, p208.

² - ضياء مجيد الموسوي، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص 272.

³ - أحمد شعبان محمد علي، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية دراسة تحليلية، تطبيقية لحالات

مختارة من البلدان النامية، ط 1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص 19.

⁴ - عبد المنعم راضي وفرج عزت، مرجع سابق، ص ص 120، 121.

فالبنوك التجارية لا يمكنها إنشاء النقود بالقدر الذي تريده، لأنه يجب أن تكون في كل لحظة قادرة على مواجهة طلبات السحب من زبائنها، كما لا يمكنها أن تعمل بطريقة مستقلة دون توفر النقد المركزي.

لذلك فإن هذه البنوك تكون مجبرة إلى اللجوء إلى البنك المركزي بإعتباره الملجأ الأخير للإقراض لتلبية احتياجات زبائنها، وبالتالي يمنح البنك المركزي الأموال للبنوك مقابل تقديم هذه الأخيرة مستحقات (أوراق مالية وكمبيالات)، وتسمى هذه العملية بإعادة التمويل.

وعن طريق أداة إعادة الخصم (إعادة التمويل) يقوم البنك المركزي بإعادة شراء الأصول المالية المخصومة (التي سبق خصمها من البنوك التجارية) بطلب من البنوك التجارية، بمعنى أن يحل محلها البنك المركزي في الدائنية مقابل أن يقدم لها السيولة اللازمة، ومن الطبيعي أن يتقاضى منها ثمن هذا الإقراض في شكل سعر فائدة.

وللإشارة لابد من توفر الشروط التي يطلبها البنك المركزي والمتعلقة بالسندات القابلة لإعادة الخصم (كما في حالة السوق النقدية الجزائرية)، وفي جميع الحالات توجد العديد من المعايير المستعملة من قبل البنك المركزي لمباشرة مثل هذه العملية والتي تتوافق وتتماشى مع الحالة النقدية السائدة، إلى جانب بعض الشروط التي تحدد في مجال تسيير هذه البنوك وتوازنات هيكلها المالي.¹

2 - آلية عمل سياسة سعر إعادة الخصم.

يستخدم البنك المركزي أداة سعر إعادة الخصم لتشجيع البنوك أو لتنشيط جهودها للإقراض من خلال خصم الأوراق المالية وفقا للآلية التالية:

— يدفع قيام البنك المركزي برفع معدل إعادة الخصم البنوك التجارية إلى رفع معدل خصمها للأوراق المالية، كما ترتفع سعر الفائدة على قروضها الممنوحة مما ينتج عنه انخفاض في طلب القروض من عملائها، لأن تكلفة الاقتراض تصبح مرتفعة، وبالتالي ينكمش حجم القروض الممنوحة من البنوك التجارية ومن ثمة التأثير في حجم عرض النقود، وإن ارتفاع معدل الخصم سيؤدي إلى تشجيع أصحاب الإدخارات على زيادة ودائعهم المختلفة بالبنوك التجارية للحصول على معدل فائدة مرتفع، ومن ثمة فإن انخفاض منح القروض للأفراد والمؤسسات سيؤدي إلى انخفاض حجم النقد المتداول بسبب انخفاض المقدرة الإقراضية للبنوك، وانخفاض تفضيل السيولة لدى الجمهور لارتفاع معدل

¹ - الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 220.

الفائدة، كما ينخفض في نفس الوقت الميل للاستثمار لانخفاض الطلب على النقود للاستثمار، ولا يقتصر دور معدل إعادة الخصم على التحكم في الائتمان في الداخل بل يمتد أثره ليشمل قطاع التجارة الخارجية إذ أنه عن طريق تغيير معدل إعادة الخصم، يمكن للبنك المركزي جذب رؤوس الأموال الأجنبية عندما يكون ميزان المدفوعات يعاني من عجز كما يمكن له أن يخفض من تدفقها إذا كان ميزان المدفوعات يحقق فائضا.¹

— أما إذا رأى البنك المركزي أن حجم المعروض النقدي قليلا مقارنة بحجم النشاط الاقتصادي، مما قد يؤدي إلى حدوث انكماش، فإنه يخفض من سعر إعادة الخصم لتشجيع البنوك التجارية على الاقتراض منه، مما يؤدي إلى زيادة عرض النقد في الجهاز البنكي.²

وبالتالي فإن تحديد وتغيير معدل إعادة الخصم لدى البنك المركزي من شأنه أن يؤثر في حجم القروض الممنوحة من طرف البنوك التجارية، فعندما يرفع البنك المركزي من هذا السعر، فإنه يهدف بذلك إلى تقييد حجم الائتمان في حالة التضخم، وعندما يخفض البنك المركزي من هذا السعر فإنه يشجع على زيادة طلب الائتمان. وعليه فإن التغير في هذا المعدل من شأنه أن يحدث تأثيرا على حجم السيولة من جهة، وعلى أسعار الفائدة في السوق من جهة أخرى.

3 — فاعلية أداة إعادة الخصم.

تتوقف فاعلية أداة معدل إعادة الخصم في تحقيق أهدافها وأغراضها في التأثير على الائتمان بما يلي:³

- وجود سوق نقدية ومالية واسعة ومنظمة.
- أن يكون لسعر الفائدة أهمية في النفقات الكلية للإنتاج.
- حالة النشاط الاقتصادي ونوع الأنشطة التي تمولها البنوك التجارية.
- درجة اعتماد البنوك التجارية على البنك المركزي في الحصول على القروض بإعتباره المقرض الأخير.

¹ — صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم — الأهداف — الأدوات)، مرجع سابق، ص 148.

² — جمال بن دعاس، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوطني، دراسة مقارنة، ط1، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007،

ص 174.

³ — عوض الدليمي، النقود والبنوك، جامعة بغداد، 1990، ص 593.

فليس بمجرد رفع معدل إعادة الخصم سوف تحجم البنوك على إعادة خصم أوراقها لدى البنك المركزي لأنه قد يقدم رجال الأعمال على خصم أوراقهم لدى البنوك التجارية حتى ولو كان المعدل مرتفعاً، وبالتالي تبقى البنوك أيضاً تقوم بهذه العملية لدى البنك المركزي طالما أن رجال الأعمال يتمتعون بتفاؤل كبير وتسود بينهم توقعات للحصول على أرباح كبيرة فيقبلون على الإقتراض رغم ارتفاع أسعار الفائدة على القروض، كما يحدث العكس عندما ينتشر التشاؤم بانخفاض أرباحهم، وفي هذه الحالة يحجمون على الإقتراض حتى ولو كانت أسعار الفائدة منخفضة.¹

4 – سقف إعادة الخصم:

فبعدما وجدت بعض السلطات النقدية أن الرقابة الائتمانية لا تكف بسعر إعادة الخصم وحده، لجأت إلى تحديد سقف لإعادة الخصم، وأجبرت البنوك التجارية في حال تجاوزها لتلك السقف أن تتحمل أسعار خصم جزائية وعلى مرحلتين: في الأولى يرفع البنك المركزي معدله لمستوى مرتفع يسمى جهنم (enfer) وإذا تجاوزت البنوك هذا الحد يخضعها لحد ثاني يكون فيه سعر الخصم أكثر ارتفاعاً من الأول يسمى جهنم الكبرى (super enfer).²

وتستعمل السلطات النقدية في العادة سقف إجمالي لإعادة التمويل، لتحديد المبلغ الإجمالي للسندات المقدمة من البنوك التجارية لإعادة الخصم ومن ثمة التحكم في قدرة تلك البنوك على الإقراض.

وقد يكون التسقيف إجمالياً والذي لا يجب تجاوزه من النظام البنكي في مجمله ثم تحديد سقف إعادة الخصم لكل بنك، كما يمكن أن يكون التسقيف لكل بنك على حدى.

ثانياً- الاحتياطي الإجباري:

1 – مفهومه:

يقصد بالاحتياطيات الإجبارية التزام البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من إجمالي ودائعها في شكل رصيد سائل لدى البنك المركزي، وبصفة إجبارية وبمقتضى القانون تكون البنوك التجارية ملزمة للاحتفاظ بها.³

¹ - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية (المفهوم - الأهداف - الأدوات)، مرجع سابق، ص 150.

² - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 86، 87.

³ - سهير محمود معتوق، النظريات والسياسات النقدية، مكتبة عين شمس، القاهرة، ط2، 1999، ص 217.

حيث تمثل نسبة الاحتياطي الإجباري علاقة بين الأرصدة التي يحتفظ بها البنك التجاري لدى البنك المركزي وبعض بنود المطلوبات المتمثلة في الودائع بأنواعها والمستحق للبنوك وشيكات وحوالات الدفع.¹

فالبنوك الأمريكية مثلاً مطالبة اليوم بالاحتفاظ بإحتياطي أكبر بكثير مما هو ضروري لتلبية احتياجات العملاء، وهذه الإحتياطيات الإجبارية القانونية هي جزء بالغ الأهمية في الآلية التي يسيطر فيها الفيدرالي على عرض النقود البنكية.²

وتعتبر نسبة الإحتياطي الإجباري قابلة للتغيير من وقت لآخر تبعاً للظروف الإقتصادية بصفة عامة وظروف السوق النقدية بصفة خاصة.

2 – تأثير سياسة الاحتياطي الإجباري:

تمكن أداة الإحتياطي الإجباري السلطات النقدية من التحكم في قدرة البنوك التجارية في منح الائتمان لعملائها. وقد كان الغرض في البداية من الإحتياطي الإلزامي توفير حماية للمودعين، أما اليوم فإنها تتخذ بالدرجة الأولى للرقابة على الائتمان.³ وأصبح من خلال هذه الأداة تنظيم إجمالي الخزائن البنكية حسب ضرورة التوازن النقدي.

ويستخدم البنك المركزي أداة الإحتياطي الإجباري كالتالي:⁴

– رفع هذه النسبة يعتبر إجراء انكماشياً، المقصود به الإقلال من سيولة البنك التجاري وتجميد جزء كبير من احتياطه النقدي، مما يقلل من قدرته على التوسع في الإقراض.

– وعكس ذلك، عندما يخفض البنك المركزي من هذه النسبة، فمعنى ذلك الإفراج عن جزء كبير من أصول البنك التجاري السائلة، ويمكن بالتالي من الحصول على الغطاء النقدي القانوني اللازم لقيامه بعمليات الائتمان.

¹ – منير هندي، إدارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1996، ص 41.

² – بول آ ، سامويلسون، ويليام د. نورد هاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الدار الأهلية للنشر والتوزيع، ط 2، الأردن، 2006، ص 546.

³ – زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، بيروت، 1995، ص 157.

⁴ – زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، مرجع سابق، ص 157.

أي يقوم البنك المركزي باستخدام هذه الأداة لتقييد أو توسع حجم الائتمان، وذلك حسب مقتضيات الوضع الاقتصادي السائد، ففي فترات الكساد الاقتصادي يقوم البنك المركزي بتخفيض متطلبات الاحتياطي مما يوفر لدى البنوك فائضا من الاحتياطيات، وهذا الفائض يمكن استخدامه في منح الائتمان من قبل البنوك، ويؤدي إلى تخفيض الفائدة في السوق، وزيادة عرض النقود، وتحفيز مستوى النشاط الاقتصادي أما في فترات الرواج الاقتصادي يقوم البنك المركزي بزيادة الاحتياطي الإجباري بحيث تصبح البنوك ملزمة بزيادة ودائعها لدى البنك المركزي. وللحصول على الأموال المطلوبة ستقوم البنوك التجارية بتخفيض إقراضها، مما يؤدي إلى رفع معدلات الفائدة، وتخفيض عرض النقد، وتخفيض مستوى النشاط الاقتصادي.¹

ولنفرض أن نسبة الإحتياطي القانوني في اقتصاد ما حددت من البنك المركزي بـ 10 %، في حين حجم الوداع كان يساوي 2000 دج، وهذا يعني أن البنوك التجارية ملزمة بالإحتفاظ بقيمة قدرها 200 دج كإحتياطي إلزامي، أما الباقي من حجم الودائع (2000 – 200 = 1800) يقدم للإقراض. وبإمكان البنوك التجارية إنشاء النقود من الوديعة الأصلية (2000 دج) بمقدار عشرة أضعاف، لأن المضاعف هو مقلوب نسبة الإحتياطي القانوني $10\% = 1/10$ ومن ثمة إجمالي الإنشاء النقدي $2000 \times 10 = 20000$ دج.

ولنفرض أن هناك تضخم في الاقتصاد في هذه الحالة يتجه البنك المركزي إلى رفع نسبة الإحتياطي القانوني مثلا إلى 20 %، ومن ثمة ترتفع قيمة الإحتياطي النقدي من 200 إلى 400 دج كإحتياطي لدى البنك المركزي، في حين الجزء المتبقي للإقراض سينخفض من 1800 دج إلى 1600 دج أي إنخفاض المقدرة الإقراضية للبنوك التجارية.

3- فاعلية سياسة الإحتياطي الإجباري:

إن سياسة الإحتياطي الإجباري تعامل البنوك التجارية بالتساوي بالإضافة إلى إمكانية استخدامها بيسر وسهولة في الدول النامية، حيث لا يتطلب استخدام الأداة أسواق مالية ونقدية متطورة، كما هو الحال في سياسة سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة.

¹-MILES LIVINGSTON, Money and capital markets, third edition, mass Black well, 1996, p62.

إلا أن هناك بعض المحددات التي قد تؤدي إلى ظهور بعض الاعتراضات على مدى فاعلية هذه الوسيلة، ومنها:¹

— أن هذه الوسيلة قاعدة سلطوية تحد من حرية البنوك وتؤدي إلى عدم المرونة في معاملات النظام البنكي.

— يؤدي ارتفاع نسبة الإحتياطي الإجباري إلى آثار انكماشية على قطاع التجارة نظرا لزيادة العبء على المستثمرين والتجار والمقترضين من النظام البنكي.

— إن لجوء السياسة الائتمانية إلى هذه الوسيلة وبصورة متكررة قد يؤدي إلى إضعاف تأثيرها نظرا لأثر التوقعات على هذه الوسيلة.

— عند تطبيق نسبة واحدة على جميع البنوك التجارية يجعل تأثير البنوك بهذه النسبة بدرجات متفاوتة على ضوء المركز المالي الخاص بكل بنك.

— رفع البنك المركزي لهذه النسبة قد يؤدي بالبنوك التجارية إلى تصفية بعض استثماراتها لغرض توفير الأرصدة النقدية، وقد تقوم بهذه التصفية في ظروف غير ملائمة مثل ظروف انخفاض قيمتها.

— تفقد هذه الأداة قيمتها في حال توفر فائض سيولة كبير لدى البنوك، وبالتالي فإن رفع نسبة الإحتياطي أو تخفيضها لا يؤثر على قدرة البنوك في منح الائتمان.²

ورغم هذه المحددات، إلا أن أداة نسبة الإحتياطي الإجباري لا بد من استعمالها بجانب وسائل أخرى مكملة من شأنها التأثير على حجم الائتمان، حيث تعتبر هذه الأداة من أهم وأقوى الأدوات في الدول النامية، وذلك لأن سياستي إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة يكاد يكون اللجوء إليها صعبا نظرا لضيق حجم أسواقها النقدية والمالية.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 83.

² - محمد الشواربي وعبد الحميد الشواربي، إدارة المخاطر الائتمانية من الوجهة المصرفية والقانونية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002،

خلاصة الفصل الثاني:

انطلاقاً من الفصل الثاني نخلص إلى أن :

- التمويل المباشر (من خلال السوق النقدية والمالية) والتمويل غير المباشر (عبر الوساطة المالية) يساهم كل منها في التعديل بين احتياجات وقدرات التمويل.
- الأساليب المتبعة في تمويل اقتصاد ما من شأنها تحديد طبيعة النظام الاقتصادي ، أي إذا كان التمويل تمويل مباشر عبر الأسواق المالية فإن الاقتصاد يعتبر اقتصاد السوق المالية، أما إذا كان أسلوب التمويل تمويل غير مباشر من خلال الوساطة المالية فإن الاقتصاد يسمى باقتصاد الاستدانة - في رحاب اقتصاد السوق المالية يعتبر تدخل البنك المركزي تقديري لتسوية الاختلال في المعروض النقدي من خلال عمليات السوق المفتوحة، أما في ظل اقتصاد الاستدانة فإن تدخل البنك المركزي يكون إجباري عند حاجة البنوك للنقد المركزي.
- تساهم السوق النقدية في ضبط موارد واستخدامات البنوك بشكل يومي كما تسمح لباقي المشاركين من ضبط خزائنها يومياً.
- تسمح المؤسسات المتدخلة كمقرضة مثل شركات التأمين بتوفير السيولة في السوق .
- تسمح الأوراق التجارية المتداولة في السوق للبنوك بمعالجة الاختلالات في توازن خزائنها وذلك من خلال عمليات الخصم.
- كذلك تقوم البنوك التجارية بإصدار أصول مالية قابلة للتداول كشهادات الإيداع تمكنها من تعبئة الإدخارات ومن ثمة توفير السيولة البنكية اللازمة.
- تستطيع الخزينة العمومية من خلال سوق الأصول المالية القابلة للتداول من تعديل عدم التوافق في خزintها وذلك بإصدار سندات عامة.
- كما تساهم السوق النقدية في توفير السيولة اللازمة لمؤسسات الاقتصاد عبر سندات مصدرة بتكاليف منخفضة في هذه السوق.
- كلما زاد نمو السوق النقدية كلما كانت فاعلية وأهمية الجهاز البنكي أكبر في تمويل الاقتصاد.
- في رحاب السوق النقدية يمكن للبنك المركزي التحكم في سيورة تمويل الاقتصاد من خلال مجموعة من الأدوات.
- تمكن السيولة البنكية البنوك من تقديم خدمات مالية وبشكل مستمر بالإضافة إلى تلبية طلبات السحب
- تشكل السوق النقدية مجال مناسب لتغطية الحاجات من السيولة البنكية ولتوظيف فوائض المتدخلين في السوق، وهذا فضلاً عن تدخلات البنك المركزي لتوفير السيولة باعتباره الملجأ الأخير للإقراض.

الفصل الثالث

نشأة وتنظيم السوق النقدية الجزائرية

تمهيد

لم يظهر الإستقلال الحقيقي للمنظومة البنكية والمالية إلا بعد صدور قانون النقد والقرض في 14 أبريل 1990، حيث كرس هذا القانون إعادة الإعتبار للبنوك الوطنية بصفتها أعوان إقتصادية مستقلة، كما نادى هذا القانون بإبعاد أي تدخل إداري عن البنوك، وإستعاد البنك المركزي كل صلاحياته في إدارة النقد والقروض في ظل إستقلالية واسعة، حيث خول له مهمة تنظيم وإدارة السوق النقدية، وقد كانت الأهداف المسطرة من وراء إنشائها:

- الحرص على توفير وضمان مبادلة السيولة بين البنوك.
 - تشكيل معدلات فائدة ناتجة عن التفوض بين المتدخلين في السوق.
 - تعديل شروط تمويل البنوك التجارية والخزينة العمومية.
- لذا سنتناول في هذا الفصل نشأة السوق النقدية الجزائرية في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فقد خصص لتنظيم السوق النقدية أما المبحث الثالث نتعرض فيه إلى عملية إعادة التمويل وتقييم السوق النقدية الجزائرية.

المبحث الأول: نشأة السوق النقدية الجزائرية

نتناول في هذا المبحث نشأة السوق النقدية في الجزائر من خلال المطلب الأول، وفي المطلب الثاني سنتطرق إلى الإطار القانوني المنظم لعمل تلك السوق، أما المطلب الثالث فقد خصص للمتدخلين في السوق.

المطلب الأول : نشأة السوق

لقد كانت السوق النقدية في الجزائر ناتجة من الحاجة للانفصال عن طابع التسيير الإداري للاقتصاد الوطني، وكذلك لإرادة السلطات العمومية في الانتقال من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق.

وقبل جوان 1989، كان الجهاز البنكي يتمثل في البنوك العمومية التي تحكمها قرارات إدارية بحكم تبعيتها للدولة، وأدى تخصص هذه البنوك في الانتماء القطاعي إلى غياب المنافسة فيما بينها، والافتقار إلى الإطار المؤسسي والخبرة الكافيين بالنهوض بكل أعمال الوساطة المالية، ولم تكن هناك مساهمة فعالة في تمويل الاقتصاد الوطني أيضاً، بسبب تداخل الوظائف بين تلك البنوك.

ولعبت الخزينة العمومية للدولة دوراً نسبياً في التمويل أدى إلى خسارة كبيرة على مستوى الجهاز المصرفي الذي تقلصت سيولته، وهذا الأمر بسبب إبعاد دائرة النقد عن دائرة القرار الاقتصادي، والاعتماد على منح الأولوية للقروض المصرفية كمصدر رئيسي لتمويل الاقتصاد الوطني في ظل اقتصاد الاستدانة، وهذا راجع أيضاً إلى التمويل غير العقلاني والمنح الآلي للقروض، وعدم الاعتماد على سياسة نقدية حكيمة قائمة على سوق نقدية.

وقد اقتضت السوق النقدية في الجزائر في بدايتها على أبسط أشكالها، وكانت محدودة التبادلات بين البنوك، وأدى تبني الدولة لنمط التسيير المخطط مركزياً إلى غياب دور البنك المركزي في تنفيذ سياسة نقدية من شأنها تنظيم حجم القروض الموجهة لتمويل قطاعات الاقتصاد الوطني، وكان هذا البنك مكلف بتلبية كل احتياجات الخزينة بدون حدود، فهو بمثابة الهيكل الموجود لإصدار النقود المركزية من أجل الخزينة والنظام المصرفي، كما أن الادخار المجمع من الهيئات العمومية أي المحصل من صناديق الادخار وشركات التأمين كان خاضعاً أيضاً لخزينة الدولة.

وتؤدي السوق النقدية في الجزائر دوراً لا يستهان به في بلورة السياسة النقدية للاقتصاد الوطني، وذلك بالتحكم في تسيير الفوائض النقدية المتداولة في هذه السوق، كما تشكل أداة هامة لإعادة تمويل وتنظيم سيولة النظام المصرفي الجزائري، وهذا ما دفع بالسلطات المعنية إلى تدارك الأمر، وترجم ذلك في شكل إصلاحات مالية.

ولقد كانت السوق النقدية ممهداً لها من طرف القانون البنكي الصادر في 19 أوت 1986، ومنه تم تأسيس هذه السوق في 18 جوان 1989 كمكان لتبادل السيولة البنكية بين مختلف المتدخلين من عارضين وطالبيين لها، فبموجب القانون رقم 86-12 المؤرخ في 19 أوت المتعلق بنظام البنوك

والقروض، وقانون 88-06 المؤرخ في 12 جانفي 1988 المعدل والمتمم للقانون السابق الذكر والمتعلق باستقلالية المؤسسات، اعتبرت السوق النقدية كإحدى السياسات النقدية المسطرة والمهمة بعد إعادة الاعتبار للدور الشرعي للبنك المركزي في إطار السياسة النقدية.

وعرفت السوق النقدية الجزائرية منذ 1990 مع إصدار قانون 90-10 الصادر في 14 أفريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض اهتماما كبيرا في تنظيمها وتوسع تطورها، ويرمي هذا القانون إلى عدة أهداف من بينها:

- إعطاء امتياز إصدار الأوراق النقدية لبنك الجزائر دون سواه.
- تجديد دور بنك الجزائر في التسيير النقدي والقرض.
- الاستقرار الداخلي للعملة الوطنية.

إضافة إلى أن هذا القانون حث السلطات النقدية على ضرورة السهر على تمويل الاقتصاد الوطني بالنقد المركزية، ووضع سوق نقدية وطنية تعمل على تنظيم تبادل الأموال المعروضة، ومن هذا المنطلق فإن بنك الجزائر يمكنه أن يلعب الدور الذي يتوجب عليه في التصرف في السياسة النقدية وكذلك إمكانية التدخل في السوق النقدية.

المطلب الثاني: الإطار القانوني للسوق النقدية الجزائرية

لم تقف السلطات النقدية عند إنشاء السوق النقدية، بل عمدت إلى تطويرها وتغييرها وإعادة تنظيمها من الحسن إلى الأحسن، حيث عرفت هذه السوق تطورا ملحوظا من خلال إصدار جملة من النصوص القانونية بحيث:

- صدر منشور بنك الجزائر رقم 002 المؤرخ في 25 ماي 1989 المتعلق بتنظيم السوق النقدية¹. حيث أكد البنك في المادة الأولى من هذا المنشور التزامه بتنظيم السوق وفق الشروط المنصوص عليها في المنشور، كما أشارت المادة 02 من المنشور إلى أن المتدخلين المقصودين لهم إمكانية عرض وطلب السيولة البنكية، كما بينت هذه المادة أن السوق النقدية مفتوحة للبنوك ومؤسسات القرض، إلى جانب تدخل الخزينة العمومية في السوق من خلال طرح أو توظيف أدوات الخزينة وفق آلية المناقصة.
- صدرت التعليمات رقم 91-08 المؤرخة في 14 أوت 1991 والمتعلقة بتنظيم السوق النقدية والتي تحمل القرار الرسمي لوجود هذه السوق من طرف مجلس النقد والقرض.
- صدرت التعليمات رقم 33-91 المؤرخة في 07 نوفمبر 1991، والتي بينت شروط وأصناف التبادلات التي تتم في السوق النقدية، فهذا الإطار التنظيمي الجديد حدد طرق جديدة للصفقات وشروط الدخول إلى السوق النقدية بخضوع المتدخلين إلى ترخيص من مجلس النقد

¹-التعليمات رقم 002 المؤرخة في 25 ماي 1989 والمتعلقة بتنظيم السوق النقدية.

- والقرض، ووضع دور بنك الجزائر في المرتبة الأولى كوسيط في عمليات السوق النقدية، أما طرق التعامل في السوق فتعني:
- طبيعة العمليات (من شراء وبيع لأجل، وضع وأخذ بالأمانة..... إلخ)
- آجال العمليات (من 24 ساعة إلى سنتين)
- صدر الأمر رقم 95-28 المؤرخ في 22 أبريل 1995 والذي حدد بشكل نهائي تنظيم السوق النقدية وكيفيات تدخل بنك الجزائر¹، والمتمثلة في:
- مناقصة القروض عن طريق نداءات العروض.
- عمليات الأمانة لـ 24 ساعة و لـ 7 أيام.
- مناقصة أذون الخزينة في الحساب الجاري.
- عمليات السوق المفتوحة.
- أي يهدف هذا الأمر إلى تنظيم السوق النقدية من خلال تحديد الإطار التطبيقي لتدخل البنك في السوق، بالإضافة إلى تحديد أساليب المعاملات التجارية.
- صدور القانون رقم 04-2002 المكمل للقانون رقم 91-08 المؤرخ في 14 أوت 1991 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية.
- صدرت التعليمات رقم 02-2002 في 11 أبريل 2002 والمتعلقة بامتصاص أو استرجاع السيولة البنكية من السوق النقدية.
- صدور التنظيم رقم 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض.
- صدرت التعليمات رقم 04-05 في 14 جوان 2005 المتعلقة بالتسهيل الخاصة بالوديعة المغلة للفائدة.

المطلب الثالث: المتدخلون المقبولون في السوق النقدية

كانت السوق النقدية الجزائرية تضم المؤسسات البنكية فقط، وهذا يعني أنها المؤسسات الوحيدة القادرة على التدخل في السوق النقدية كمقرضة أو مقترضة، وذلك لضمان عملية الوساطة المالية، بجمع الودائع ومنح الائتمان.

إلا أن اقتصر السوق منذ تأسيسها وإلى غاية 1991 على البنوك التجارية فقط دون مؤسسات مالية أو أطراف أخرى، جعل السوق النقدية الجزائرية سوقا بحتة بين البنوك خلال تلك الفترة.

وخلال هذه المرحلة أيضا كانت مهمة بنك الجزائر تتمثل في تقديم السيولة بسعر فائدة واحد ومنخفض بسبب قلة المعروض النقدي من السيولة، وقد قام بنك الجزائر لتحقيق هدف توازن السوق

¹ - صالح مفتاح، النقود والسياسات النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر (1990-2000)، رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2002-2003، ص ص 286-287.

النقدية ووصولاً إلى أهداف السياسة النقدية بوضع حد لتدخلاته المكثفة من خلال الاعتماد على سقف في عملية إعادة التمويل.

ومنذ سنة 1992 أي بعد سنة 1991 أصبح مسموح للمؤسسات المالية غير البنكية بالتدخل في السوق النقدية ما بين البنوك، وأصبحت هذه السوق مفتوحة للبنوك والمؤسسات المالية، كما أصبحت تتسع لمستثمرين تأسيسيين مقرضين هيكلية، ومؤسسات مالية غير بنكية، والجدول الموالي يبين هذه التشكيلة المتنوعة من المؤسسات.

جدول رقم (8) : تنوع المؤسسات المقبولة في سوق ما بين البنوك الجزائرية بعد 1991

البنك	مؤسسات مالية غير بنكية	مستثمرون تأسيسيون	أخرى **
BADR	BAD	CAAR	ELBARAKA
BEA	CNEP*	CAAT	
BDL		CNAS	
BNA		CNL	
CPA		CNMA	
		CNR	
		SAA	
		CASNOS	
		CCR	
*CNEP: أصبح بنك منذ 1997			
** بنك البركة مقبول في السوق في إطار خاص			

Source : Abdelkrim Sadeg, réglementation de l'activité bancaire, tome 1, les presses de l'imprimerie, Alger, 2006, P 65.

بالإضافة إلى ذلك ومنذ سنة 1992 رخصت لهيئات أخرى بالتدخل في السوق النقدية الجزائرية، والجدول الموالي يوضح ذلك.

جدول رقم (9) : المتدخلون في السوق النقدية الجزائرية من 1989 حتى سنة 1995.

1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989
BNA	BNA	BNA	BNA	BNA	BNA	BNA
BEA	BEA	BEA	BEA	BEA	BEA	BEA
CPA	CPA	CPA	CPA	CPA	CPA	CPA
BADR	BADR	BADR	BADR	BADR	BADR	BADR
BDL	BDL	BDL	BDL	BDL	BDL	BDL
BAD	BAD	BAD	CNEP	CNEP	CNEP	CNEP
CNEP	CNEP	CNEP	CAAT			
CAAT	CAAT	CAAT	CNMA			
CNMA	CNMA	CNMA	CNAS			
CNAS	CNAS	CNAS	SAA			
CNR	CNR	CNR	BARAKA			
CNL	CNL	CNL				
SAA	SAA	SAA				
BARAKA	BARAKA	BARAKA				
CCR	CCR	CCR				
CASNOS	CASNOS	CASNOS				
الخزينة العمومية						

المصدر: بنك الجزائر

المبحث الثاني: تنظيم السوق النقدية في الجزائر

يدخل إعادة تنظيم السوق النقدية الجزائرية ضمن الإصلاحات النقدية والمالية المسجلة من طرف السلطات الوطنية في سنة 1988، علما أن هذه الإصلاحات تشكل جزء هام من برنامج الإصلاحات الاقتصادية. وقد ظهرت السوق النقدية في ذلك الوقت كأداة هامة لإعادة التمويل إلى جانب نظام إعادة الخصم.

ويهدف هذا المبحث إلى دراسة أقسام السوق النقدية الجزائرية، حيث يبين المطلب الأول منه دراسة قسم سوق ما بين البنوك والتي تسمى بالعمليات خارج بنك الجزائر، أما المطلب الثاني فقد

خصص لمناقشة القسم الثاني من السوق النقدية والمتمثل في سوق بنك الجزائر حيث التدخل النشط لهذا الأخير في السوق.

المطلب الأول: سوق ما بين البنوك

تشكل سوق ما بين البنوك منفذا هاما للمتدخلين سواء في الحصول على النقد المركزي الذي هم بحاجة إليه، أو لتوظيف كمية النقد غير المستعملة.

فقد حدد الإطار التنظيمي الجديد المؤسس بالقانون رقم 91-08 المؤرخ في 14 أوت 1991 المتعلق بتنظيم السوق النقدية، والتعليم رقم 33-91 (المستبدلة بالتعليمية رقم 28-95) المتعلقة بتطبيق تنظيم السوق النقدية أنواع الصفقات على مستوى السوق وشروط الدخول إلى السوق بالخضوع إلى ترخيص مسبق من مجلس النقد والقرض، بالإضافة إلى طرق تنظيم وإدارة السيولة البنكية من طرف بنك الجزائر.

الفرع الأول: جدولة أنشطة التعامل في سوق ما بين البنوك الجزائرية

نشير في البداية إلى قيام بنك الجزائر بدور الوسيط، وهذا حسب القانون 91-08 المتعلق بتنظيم السوق النقدية¹، والذي يكلف بنك الجزائر بضمان السير الحسن للسوق النقدية، والقيام بدور الوسيط بصفة انتقالية، وتفسر هذه الحالة غياب مؤسسات قادرة على الاضطلاع بهذه المهمة والمتمثلة في مهمة الوساطة المالية بين المتدخلين ويتمثل دور أو مهمة بنك الجزائر في هذه الوساطة فيما يلي:

- استلام عروض وطلبات المشاركين في السوق وربطهم بالاتصال فيما بينهم في نهاية المفاوضات.
- الإشراف على كل الحسابات الضرورية المتعلقة بالعمليات بين المشاركين، والتحقق من أوامر الدفع قد استلمت قبل إغلاق السوق.
- نشر معدلات الفائدة المرجحة لمبالغ الإقراض والاقتراض لأربع وعشرين ساعة (24 سا) ولأجل.

ويتقاضى بنك الجزائر لقاء وساطته في السوق عمولة، تدفعها الجهات المقترضة المستفيدة من عملية الوساطة بالنسب التالية:²

- $\frac{1}{16}\%$ سنويا من مبلغ الصفقة عند الوساطة في العمليات من 24 ساعة إلى 30 يوم.
- $\frac{1}{32}\%$ سنويا من مبلغ الصفقة عند الوساطة في العمليات التي تتجاوز مدتها 30 يوما.

¹ - القانون رقم 91-08 المؤرخ في 14 أوت 1991 المتعلق بتنظيم السوق النقدية، المادة 02.

² - التعليمية رقم 28-95 المؤرخة في 22 أبريل 1995 والمتعلقة بتنظيم السوق النقدية، المادة 02.

وعملها يتلقى بنك الجزائر عمولة قدرها $\frac{1}{16}\%$ سنويا عند الوساطة في العمليات لـ 24 ساعة و $\frac{1}{32}\%$ سنويا بالنسبة للعمليات لأجل.

وتتم العمليات بين مختلف المتدخلين في سوق ما بين البنوك إما مقابل تسليم أصول مالية (وجود ضمان)، وإما على بياض (بدون ضمان).

ويبدأ سوق ما بين البنوك الجزائري العمل من الساعة التاسعة (9:00 سا) صباحا إلى غاية الساعة الثالثة والنصف زوالا (15:30 سا) وبدون انقطاع، حيث يقوم المتدخلون في السوق بإيداع عروضهم وطلباتهم على السيولة إلى مصالح مديرية الأسواق النقدية والمالية (المكلفة بالوساطة في السوق النقدية)¹ لبنك الجزائر الكائن مقرها بـ 8 نهج زيغود يوسف.

ويتم عقد الصفقات بين المتدخلين لآجال تتراوح بين 24 ساعة وستين² لكن عمليا تعقد الصفقات بين 24 ساعة وأربعة أشهر.

وتفضل البنوك وبعض الهيئات المالية هذه السوق حتى يضمنوا التوازن اليومي لخزائنها. وليس لهذه السوق مكان محدد، بحيث تتم كل العمليات عن طريق وسائل الاتصال كالهاتف أو التلكس، ومؤخرا تم استعمال أداة جديدة تعرف بالروتز (Reteurs) وهو عبارة عن جهاز إعلام آلي مجهز بشبكة، يشبه الأنترنت إلى حد ما، لكن يكمن الفرق في أن هذه الأداة تستعمل داخل السوق النقدية، وذلك لما تتطلبه مقتضيات المهنة المصرفية من سرية تامة.

وتسير سوق ما بين البنوك في الجزائر منذ 18 جوان 1996 على المنوال التالي:

- تشارك البنوك والمؤسسات المالية المقبولة في سوق ما بين البنوك يوميا، وتقوم هذه الهيئات في البداية بتحضير توقعاتها حول وضعية خزينتها في ذلك اليوم، وتقرر حجم النقود المركزية التي ترغب في إقراضها أو اقتراضها والمدة المحددة لذلك وذلك بناء على توقعاتها، وبمجرد الوصول إلى قرار يجب أن تتقصى تلك المؤسسات أحوال السوق حتى تضمن تنفيذ صفقاتها بأفضل سعر متاح، وذلك عن طريق إجراء مجموعة من الاتصالات.
- يعلن بنك الجزائر بشكل دائم عند الفتح اليومي للسوق المعدل المتوسط المرجح للعمليات التامة في اليوم السابق للفتح، كما أن البنوك وبقية المؤسسات المالية تعيد النظر في تقييمها للمبالغ التي ترغب في اقتراضها أو إقراضها في بداية كل يوم عمل، حيث يتغير وضعها في السوق أثناء اليوم، لكونها تستجيب لطلبات الإقراض والإقراض المقدمة من عملائها، إلا أن هذه المؤسسات تسعى إلى تحقيق التوازن بين عمليات الإقراض وإعادة الإقراض، ويمكن أن تصل تلك البنوك والمؤسسات المالية إلى التوازن عن طريق تغيير أسعار الفائدة

¹ -Abdelkrim Sadeg, OPCit, P66.

² - قانون رقم 91-08 مرجع سابق، المادة 08.

المحددة على عمليتي الإقراض والإقتراض بين البنوك، وهذه المعدلات تتأثر بدورها بمعدلات الفائدة التي يعلنها بنك الجزائر.

- ومباشرة بعد افتتاح سوق ما بين البنوك على الساعة التاسعة صباحا (9:00سا) تبدأ البنوك بالاتصال بالمصالح المختصة لمعرفة تطور السوق، حيث يجري الجزء الرئيسي من عمليات الإقراض والإقتراض في سوق ما بين البنوك صباحا، وتبدأ المعاملات بمجرد أن يفتح المتدخلون أبوابهم للعمل، عادة في تمام الساعة التاسعة (9:00سا) صباحا.
- تحدد البنوك عند الساعة منتصف النهار (12:00سا) وضعية خزintها بعد معرفة احتياجات وكالاتها انطلاقا من شبكتها التي تمتلكها، وتجدر الإشارة إلى أن النشاط يصل ذروته في السوق بين الساعة التاسعة صباحا والساعة (12:00سا) عند منتصف النهار، وذلك عندما ترغب البنوك وغيرها من المشاركين في الإقراض أو الإقتراض بأفضل سعر فائدة متاح في السوق.
- وينخفض النشاط عقب الساعة (12:00سا) منتصف النهار ، حيث يزداد عدد المشاركين المنسحبين من السوق بعد أن انتهوا من تسوية صفقاتهم، أي إقراض الفائض المتاح لديهم أو إقتراض الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتهم في ذلك اليوم، علما أنه حسب وضعية خزينة وكالات البنوك والرصيد الناتج عن عملية المقاصة تقترح البنوك إما التوظيف لفوائضها أو الإقتراض لحاجتها حسب الأجل والمبلغ والمعدل.

فإذا شهدت السوق مثلا عجزا في السيولة يرفع المشاركون أصحاب الفائض أسعار الفائدة مقابل إقراض هذه الأموال إلى الجهات التي لم تستوفي بعد مطالبها من التمويل، أما إذا كانت السوق في حالة فائض سيولة في اليوم ذاته، فإن المشاركين ذوي الفائض من الأموال مضطرون حتى الساعة الواحدة مساء أو بعدها إلى تخفيض معدل الفائدة على الإقراض وذلك لإيجاد مقترضين مناسبين لذلك.

إضافة إلى ذلك وتحسبا للمواقف التي قد يحتاج فيها البنك إلى سيولة للوفاء بمتطلبات زبائنه، فإن البنك يضع عادة توقعاته حول التسهيلات المطلوبة من الزبائن قبل حلول الساعة الواحدة زوالا، وهذا التوقيت من شأنه أن يمنح البنك فرصة لتقصي أحوال السوق لتدبير الإقتراض.

أما إذا وجد البنك أن أحد زبائنه قام بإيداع أو سحب مبلغ مالي في وقت متأخر، أي ينبغي على البنك البحث عن مكان لإيداع الفائض المالي أو البحث عن أموال إضافية في وقت متأخر من يوم عمل السوق، ومن ثمة تشهد السوق قبل إقفالها (أي قبل الساعة 15:30 سا مساء) انتعاشا بسيطا في نشاطها، خاصة إذا كانت المعاملات قصيرة الأجل تصل إلى 24 ساعة.

- يتم متابعة نهاية العملية المقترحة (من إقراض أو اقتراض) في سوق ما بين البنوك في الجزائر عن طريق الاتصال المستمر مع مصالح مديرية الأسواق النقدية والمالية.
- بعد توظيف الفائض المالي من بنك ما إلى بنك مقترض فإن الخطوات الموالية تتمثل في:
 - تحضير أوامر التحويلات إلى مصالح السوق النقدية، والتي تحمل بدقة شروط التوظيف من: مدة وحجم المبلغ ومعدل الفائدة والجهة المقترضة.
 - التسجيل المحاسبي للعمليات الجارية في السوق النقدية ما بين البنوك
 - يتم تقديم أوامر التحويلات إلى بنك الجزائر (وبالضبط مديرية مصالح الأسواق النقدية والمالية) قبل ساعة إقفاله (ساعة إقفال البنك الرابعة والنصف مساء 16:30 سا).

الفرع الثاني: المشاركون في سوق ما بين البنوك

لقد تم إزالة الحاجز أمام السوق النقدية الجزائرية عن طريق توسيع إحدى قسميها والتمثل في سوق ما بين البنوك بمتدخلين جدد، ويعتبر هذا القرار إحدى نتائج تنظيم السوق النقدية في الجزائر. حيث يجد المتدخلون في سوق ما بين البنوك منفذهم إما لتشكيل السيولة البنكية، أو لتوظيف السيولة الفائضة أو الزائدة عن الحاجة.

ويتمثل المشاركون في سوق ما بين البنوك بالجزائر في جميع المتدخلين في السوق النقدية عدا الخزينة العمومية، فهذه الأخيرة لا تتدخل في تلك السوق، لوجود قسم أذون الخزينة في السوق النقدية وفي نفس الوقت خارج سوق ما بين البنوك، وهذا القسم (قسم أذون الخزينة) تنفذ الخزينة العمومية على مستواه عملياتها المتعلقة بإصدار أذون الخزينة.

أما المتدخلون في السوق النقدية الجزائرية فهم الأشخاص المعنويين الذين يعرضون أو يطلبون النقود المركزية سواء أكانوا في شكل هيئات مالية من بنوك تجارية ومستثمرون تأسيسيون، ومؤسسات مالية غير مصرفية أو الخزينة العمومية والمتعاملين معها.

فطبقا للقانون المتعلق بتنظيم السوق النقدية فإن الهيئات المشاركة في السوق النقدية هي البنوك والمؤسسات المالية والهيئات الأخرى المرخص لها من طرف مجلس النقد والقرض¹.

وتجدر الإشارة إلى أن المشاركين في السوق النقدية لا يقوموا بنفس الدور، بالإضافة إلى ذلك كل متدخل في السوق لديه حساب جاري مفتوح لدى بنك الجزائر². وبشكل مفصل تشارك في سوق ما بين البنوك المؤسسات التالية:

أولاً- البنوك التجارية:

تشكل البنوك التجارية أكثر المشاركين تدخلا في السوق النقدية الجزائرية وبالأخص في قسم سوق ما بين البنوك، فنجدهم تارة عارضين وتارة طالبين للسيولة.

¹- القانون رقم 91-08، مرجع سابق، المادة 03.

²- نفس القانون السابق، المادة 09.

ويظهر دور البنوك التجارية في السوق بشكل واضح، من خلال النظر على موجودات ومطلوبات هذه البنوك، حيث الجزء الرئيسي من مطلوبات هذه الأخيرة هو الودائع الجارية وتحت الطلب، والتي تشكل بحد ذاتها أداة رئيسية في السوق.

حيث تتدخل البنوك التجارية في سوق ما بين البنوك من أجل تسيير خزائنها، فعلى مستوى هذه السوق توظف البنوك فوائضها النقدية في حالة فائض الخزينة، وتطلب التمويل في حالة العجز. بمعنى أن البنوك التجارية تعمل في السوق من أجل المحافظة على درجة مناسبة من السيولة والمقدرة على الوفاء بالتزاماتها، بالإضافة إلى محاولة الحصول على أعلى عائد ممكن.

وقد بين قانون النقد والقرض المهام الرئيسية التي تقوم بها البنوك التجارية، وهذه الأخيرة عبارة عن أشخاص معنوية تؤسس في شكل شركة مساهمة لتقوم بالأعمال المصرفية التالية:¹

- تلقي الودائع والإيداعات من الجمهور.
- منح القروض.
- توفير وسائل الدفع اللازمة ووضعها تحت تصرف الزبائن.
- تسيير وسائل الدفع.

وتكون النظام البنكي الجزائري في بداية عمله ومثلما أشرنا سابقا من خمسة (05) بنوك تجارية تتمثل في بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، وبنك التنمية المحلية (BDL)، والبنك الوطني الجزائري (BNA)، والبنك الخارجي الجزائري (BEA)، والقرض الشعبي الجزائري (CPA)، وبعد تحويل الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط إلى بنك للإيداع والتمويل السكني تم ضمه إلى تلك المجموعة البنكية، علما أن ظهوره في تلك السوق كان سنة 1995 كمؤسسة مالية غير بنكية.

وقد منح النقد والقرض امكانية للبنوك الخاصة للتدخل في سوق ما بين البنوك، إذ يمكن لهذه البنوك أن تتدخل في السوق كمقترضة عندما يكون رصيد خزينة البنك في حالة عجز، أما إذا حققت تلك البنوك رسيدا فائضا من الأموال فإنها تتدخل كمقرضة.

وتتضمن البنوك الخاصة في تلك السوق كل من:

آل الخليفة بنك الذي أفلس فيما بعد، CITY BANK، بنك التجارة والصناعة الجزائري BCIA الذي أفلس فيما بعد، ELMOUNA BANK، البنك العربي التعاوني ABC، CA BANK، BGM، AIB، ABA، NATEXIS، الريان بنك، ALAMANA BANK، BNP PARIBAS ELDJA ZAIR، بنك البركة.

ثانيا- المؤسسات المالية:

تعرف المؤسسات المالية غير البنكية وفق المادة 115 من قانون النقد والقرض الصادر في 14 أفريل 1990 على أنها:

¹ - قانون النقد والقرض 90-10 الصادر في 14 أفريل 1990، المواد 110، 113، 144.

أشخاص معنوية مهمتها العادية والرئيسية القيام بالأعمال المصرفية ما عدا تلقي الأموال من الجمهور.

ويعني هذا الأمر أن المؤسسات المالية تمنح القروض على غرار البنوك التجارية، ولكن دون أن تستعمل أموال الغير (أي أموال الجمهور في شكل ودائع)، حيث المصدر الأساسي للأموال المستعملة يتمثل في رأس مال المؤسسة المالية وقروض المساهمة والإدخارات طويلة الأجل. ومن بين المؤسسات المالية غير البنكية التي دخلت سوق ما بين البنوك بالجزائر نجد: مؤسسة L'UNION BANK، والبنك الجزائري للتنمية (BAD مؤسسة مالية غير بنكية) إذ يقوم هذا الأخير بتمويل المشاريع والمنشآت الناشئة، وبالإضافة إلى ذلك نجد شركة التمويل الرهنائي (SRH)، ومؤسسة سوفينانس (SOCIETE SOFINANCE).

ثالثا- المستثمرون التأسيسيون:

مع بداية سنة 1995 وتماشيا مع متطلبات المرحلة الاقتصادية التي تمر بها البلاد في ذلك الوقت، تم إنشاء مؤسسات مالية أخرى، وهذا في إطار توسيع وتدعيم الجهاز البنكي الجزائري باعتباره إحدى القطاعات الرئيسية في الاقتصاد الوطني، وتتدخل هذه المؤسسات المالية (المستثمرون التأسيسيون) في سوق ما بين البنوك كهيئة عارضة¹.

بمعنى أنها مصدر حقيقي يقرض المتعاملين الذين يبحثون عن نقود مركزية في السوق لتلبية احتياجات خزintهم، وفي نفس الوقت تستطيع المؤسسة المالية المقرضة أن تحقق توازن يومي لخزintها ومردودية توظيفاتها. إذ تتلقى نظير إقراضها للأموال فائدة تتحدد حسب مدة العملية في السوق.

وتتمثل هذه الهيئات المالية التي تتدخل في السوق في شكل مؤسسات مقرضة للأموال في: الصندوق الوطني للأجراء CNAS، وصندوق لمساعدة تمويل السكن الاجتماعي CNL، والصندوق الوطني لتأمينات البطالة CNAC، والصندوق الوطني لحماية غير الأجراء CASNOS، والصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية وحوادث العمل CNASAT.

وبالإضافة إلى هذه الصناديق دخلت مجموعة من شركات التأمين السوق وتتمثل هذه الشركات في: الشركة الجزائرية للتأمين SAA، والشركة الجزائرية لتأمينات النقل CAAT، والشركة المركزية لإعادة التأمين CRR، والشركة الخاصة بالتأمين TRUST ALGERIA، وشركة التأمين وإعادة التأمين CAAR.

الفرع الثالث: أنواع التبادلات في سوق ما بين البنوك الجزائري.

إن العمليات المعالجة في سوق ما بين البنوك بالجزائر تتخذ ثلاثة أشكال من تقنيات تبادل السيولة وهي :

- العمليات على بياض

¹ -التعليمة رقم 28-95، مرجع سابق، المادة 02.

- العمليات القطعية - شراء وبيع السندات العامة أو الخاصة-
- عمليات الأمانة

أولاً: العمليات على بياض:

وتتمثل في تقديم السيولة على أساس عنصر الثقة بين مؤسسات القرض من خلال اتفاقية سريعة وبدون مقابل (أي بدون تسليم سندات عامة أو خاصة)، وهذا يعني أن العمليات على بياض هي عمليات إقراض واقتراض للنقد المركزي وبدون أي ضمان، وتكون مدة العمليات في هذا النوع لـ 24 ساعة أو لأجل.

ثانياً: العمليات القطعية (شراء وبيع السندات العامة أو الخاصة)

وتعني هذه العمليات الشراء أو البيع النهائي للأوراق المالية التي يمكن أن تكون سندات حكومية أو خاصة، وترجم العملية بالانتقال الفعلي للسندات أو التحويل من حساب إلى حساب إذا كان الأمر يرتبط بأذونات الخزينة في الحساب الجاري.

أي أن المقرض يتحصل على السيولة بعد أن يتنازل بصفة نهائية عن السندات، وتكون هذه السندات ممثلة في سند يحمل القيمة الإسمية يسمى بالسند الإجمالي القابل للتعبئة، وتسجل القيمة الصافية التي تدفع يوم العملية في حساب المقرض، وتخضع من القيمة الإسمية للشراء الفوائد المحسوبة بطريقة الخصم العقلاني.

ويحصل المقرض على القيمة الصافية للمبلغ الذي يحدد كالتالي:

M_n : القيمة الصافية للشراء.

V_d : القيمة الاسمية للشراء.

t_i : معدل الفائدة.

n : عدد الأيام الجارية ابتداءً من يوم العملية إلى غاية تاريخ الاستحقاق.

ثالثاً: عمليات الأمانة:

بموجب هذه العملية يقدم المقرض سندات عامة أو خاصة لمقرضه مقابل الحصول على تسبيق لمدة مؤقتة.

وتعد هذه العمليات التي تدخل ضمن ما يسمى بالرهونات أو الأمانات من أهم العمليات في السوق البنكية الجزائرية لكونها عمليات مضمونة من خلال الأوراق المالية.

الفرع الرابع: أسعار الفائدة السائدة في سوق ما بين البنوك الجزائرية

إن بنك الجزائر هو الجهة المكلفة بالإعلان عن سعر الفائدة الذي يبدأ التعامل به في سوق ما بين البنوك حيث يعلن هذا البنك كل يوم مفتوح وبشكل دقيق عند الافتتاح اليومي للسوق عن المعدل المتوسط المرجح لليوم السابق، والذي يكون مقربا إلى $\frac{1}{16}\%$ والمطبق على القروض ذات اليوم الواحد (24 سا).

وتُطبق نفس النسبة ($\frac{1}{16}\%$) على المعدلات المرجحة و المرتبطة بآجال تفوق 24 ساعة. إلا أنه في حالة التفاوض يتم تنفيذ العمليات بمعدلات مرجحة مقربة إلى $\frac{1}{32}\%$ ، وفي الحقيقة توجد في السوق ثلاث معدلات فائدة مرجحة تتمثل في:

- المعدل المتوسط المرجح لـ 24 ساعة.
- المعدل المتوسط المرجح لأجل.
- المعدل المتوسط المرجح لسوق ما بين البنوك.

ويتم تحديد هذه المعدلات كالتالي:

$$TMP \text{ à } 24h = \frac{\sum \text{المبالغ} \times \text{المعدلات}}{\text{المعدل الإجمالي}}$$

$$TMP \text{ à } \text{tèrme} = \frac{\text{المدة} \times \text{المبالغ} \times \text{المعدلات}}{\text{المعدل الإجمالي}}$$

$$TMP/INTERBANCAIRE = \frac{\text{المبلغ الإجمالي لأجل} \times (TMP/ \text{à } \text{tèrme}) + \text{المبلغ الإجمالي لـ 24سا} \times (TMP/24h)}{(\text{المبلغ الإجمالي لـ 24سا} + \text{المبلغ الإجمالي لأجل}) (*)}$$

المعدل المتوسط المرجح لـ 24 سا : TMP à 24 h

المعدل المتوسط المرجح لأجل : TMP à term

المعدل المتوسط المرجح لسوق ما بين البنوك : TMP /inter bancaire

(*) : المبلغ الإجمالي لـ 24 سا زائد المبلغ الإجمالي لأجل هو مبلغ سوق ما بين البنوك.

المطلب الثاني: سوق بنك الجزائر

عندما يكون النظام البنكي الجزائري غير قادر على إقامة حد لالتزاماته بالنقود المركزية إلا من خلال إعادة التمويل من البنك المركزي، نقول في هذه الحالة أن النظام في حالة استئانة ونسمي ذلك الوضع بـ "داخل البنك" وبخلاف ذلك نقول أن الوضع " خارج البنك" هذا من جهة، ومن جهة

أخرى وجود كمية غير كافية من الأوراق المالية القابلة للتداول (كأذونات الخزينة) الأمر الذي يلزم ويدفع بنك الجزائر للتدخل في السوق لتوفير وتنظيم السيولة البنكية. فقد شجع بنك الجزائر في إطار تحديث وعصرنة الهياكل الأساسية للسوق النقدية المتدخلين من المكان من خلال إدخال نظام الصفقات عن بعد، عن طريق شبكة الاتصال بالشاشات ¹ Système Reuter. حيث يوفر هذا الإجراء نوع من السرعة والأمان في تنفيذ الصفقات عن بعد، إذ يسمح بالمعالجة في وقت حقيقي لمجموع الصفقات المتفق عليها في السوق النقدية، كما يحمل نوع من الشفافية من خلال السماح بالحصول في كل لحظة وبشكل فوري وبكل ضمان على كل المعلومات بالشروط المطبقة على كل من بنك الجزائر من خلال تدخلاته وسوق قيم الخزينة وعلى مجموع المتدخلين في السوق.

الفرع الأول: دواعي تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية.

باعتباره بنك البنوك يتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية حتى يحافظ على السير الحسن لهذه السوق، فقد تواجه البنوك أثناء إدارتها للسيولة البنكية صعوبات تتمثل في حالي الفائض والعجز في السيولة، الأمر الذي يستوجب تدخل بنك الجزائر للموازنة بين تلك الحالتين، فحالة الفائض النقدي لدى البنك التجاري إذا زادت عن حاجته قد تشكل له عائق إذا لم يحسن توظيفها فضلا عن أن هذه الأموال الزائدة تشكل عبء على البنك لأنه ملزم بإرجاعها لأصحابها مع الفائدة.

أما حالة العجز النقدي فقد تعرقل البنك في القيام بنشاطاته نتيجة نقص السيولة البنكية، إذ أن كلتا الحالتين يمكن أن يكون للبنك التجاري يد في حدوثهما فضلا عن وجود عوامل أخرى لها أيضا تأثير على حجم السيولة البنكية.

إلى جانب وجود عوامل مستقلة تؤثر في حجم السيولة البنكية توجد عوامل قانونية من شأنها التأثير أيضا.

• العوامل المستقلة:

– العمليات مع الزبائن (من ايداع وسحب للأوراق النقدية).

– العمليات مع الخزينة العمومية.

– العمليات مع الخارج.

• العوامل القانونية: مثل أداة الاحتياطي القانوني.

• كذلك تتأثر السيولة البنكية بتدخل المستثمرين الأجانب أثناء ارتفاع معدلات الفائدة وذلك

بشراء العملة المحلية وإيداعها في البنوك المحلية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع حجم السيولة

البنكية، ويحدث العكس عند انخفاض معدلات الفائدة، ينخفض حجم السيولة البنكية لقيام

المستثمرين بشراء العملة الصعبة وإيداعها في بنوك أجنبية.

¹ -Rapport de la Banque d'Algerie, Evolution economique et monétaire en Algérie, Avril 2004, P 76.

وفي إطار سعيها لتحقيق التوازن بين الربحية والسيولة تعتمد البنوك الجزائرية على الوسائل التالية للتعامل مع حالتها الفائض والعجز النقدي قبل اللجوء إلى بنك الجزائر وهي:

أ- حالة الفائض النقدي:

في حالة وجود فائض نقدي فإن البنك التجاري يلجأ إلى:

- السوق ما بين البنوك لتوظيف الفائض نحو جهة مقترضة متدخلة في السوق تبحث عن سيولة مقابل فائدة.
- تقديم قروض للزبائن مقابل أسعار فائدة.
- اقتناء أوراق مالية متنوعة من أدوات خزينة عمومية.... إلخ

ب- حالة العجز النقدي:

في هذه الحالة أيضا يلجأ البنك التجاري إلى:

- السوق ما بين البنوك حيث يتم تغطية العجز من متدخلين ذوي فائض مقابل فائدة.
- إصدار شهادات إيداع، أما إذا استمر العجز وأصبح عجزا دائما فإن هذا البنك سوف يخضع لمراقبة ومراجعة من طرف بنك الجزائر وكذلك من لجنة عمليات البورصة COSOB من أجل تبرير هذا العجز المستمر، وحتى يتفادى بنك الجزائر مثل هذه الاختلالات فإنه يقوم بدراسة تنبؤية تكون كما يلي:

• الدراسة التنبؤية:

فمن أجل معرفة مستوى السيولة المتوقع لاحقا يقوم بنك الجزائر بدراسة تنبؤية على أساس معطيات سابقة لثلاثة سنوات (الميزانيات الختامية وجداول النتائج)، وتتم هذه العملية عن طريق معادلة خطية تتمثل في :

وذلك من أجل معرفة مستوى السيولة المتوقع لاحقا حيث:

L: السيولة

F₁: العمليات على الأوراق البنكية.

F₂: عمليات الخزينة العمومية .

F₃: العمليات على العملة الصعبة.

α, β, γ : متغيرات

n-1: فترة قبل الشروع في العملية.

n-2: سنتين قبل الشروع في العملية.

n-3: ثلاثة سنوات قبل الشروع في العملية.

ويتم حساب الأرصدة كالاتي من أجل إيجاد المتغيرات α, β, γ .

الرصيد 1: متعلق بـ F_1 (أي بعمليات السحب والإيداع).

الرصيد 1 = الإيداع - السحب للفترة (n-1) ثم الرصيد 1 بالنسبة للفترة (n-2) ثم الرصيد 1 بالنسبة لـ (n-3) ثم يتم إيجاد المعدل بالنسبة للرصيد بجمع الأرصدة لثلاث سنوات وتقسيمها على رقم 3، ثم تقسيم الرصيد على مجموع الأرصدة للسنوات الثلاث حيث:

$$\alpha = \frac{\text{الرصيد (1)}}{\text{مجموع الأرصدة}}$$

وبالنسبة للعامل F_2 نفس الطريقة لحساب β ، لكن حساب الرصيد (2) يكون من خلال الفارق بين الإيرادات والنفقات حيث:

$$\beta = \frac{\text{الرصيد (2)}}{\text{مجموع الأرصدة}}$$

أما بالنسبة للعامل F_3 نفس الطريقة لحساب γ ، مع العلم أن الرصيد (3) = مبلغ بيع العملة الصعبة - مبلغ تحويل العملة الصعبة.

$$\gamma = \frac{\text{الرصيد (3)}}{\text{مجموع الأرصدة}}$$

ولنفرض : $\alpha = 5\%$ ، $\beta = 40\%$ ، $\gamma = 55\%$

$$F_1 = 100 \text{ مليون دج، } F_2 = 200 \text{ مليون دج، } F_3 = 300 \text{ مليون دج}$$

ومنه:

$$L = 0.05F_1 + 0$$

$$L = 0.05 \times 100$$

$$L = 25 \text{ مليون دج}$$

ويمثل هذا المبلغ مستوى السيولة المتوقع.

الفرع الثاني: طرق تنظيم بنك الجزائر للسيولة البنكية

يعد بنك الجزائر المسؤول الأول كغيره من البنوك المركزية على تنظيم السيولة البنكية على مستوى النظام البنكي، وحتى يتم تسيير النقود بشكل عقلاني وفعال يستعمل بنك الجزائر مجموعة من الوسائل أثناء تدخله في السوق النقدية سواء من أجل سحب أو حقن النقود المركزية، وتتمثل هذه الأدوات في:

- مزايدة القروض عن طريق نداء العروض.
- نظام الأمانات.
- عملية السوق المفتوحة.

- مزايدات سندات الخزينة في الحساب الجاري.
- سوق قيم الخزينة.
- عملية مبادلة SWAP: النقود الوطنية مقابل العملة الصعبة.
- استرجاع السيولة على بياض بجذب العروض.
- التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة للفائدة.

أولاً: نظام مزايدة القروض عن طريق نداء العروض .

لقد تم إنشاء نظام مزايدة القروض بموجب التعليمات رقم 95/28 المؤرخة في 22 أبريل 1995 والمتعلقة بتنظيم السوق النقدية .

وتتمثل هذه العملية في شراء بعض أنواع السندات الخاصة أو العامة من طرف بنك الجزائر الذي يحدد هذه السندات في كل عملية مزايدة كضمانات مقابل منحه للنقود المركزية، كما يتحدد سعر كمية العملية بعد استجابة البنوك لعملية المزايدة التي تتراوح مدة القرض فيها من 24 سا إلى 04 أشهر، وفي كثير من الحالات كانت أقصى مدة للعملية 03 أشهر .

ويشكل هذا النظام قناة جديدة ورئيسية لتغذية النظام البنكي الجزائري بالنقود المركزية ابتداء من تاريخ 22 ماي 1995 وأيضا لتعويض عملية إعادة الخصم كونها مصدر أساسي لإعادة التمويل، ومن ثمة ظهور أسعار فائدة أكثر تنافسا في السوق، كما يهدف هذا النظام إلى ضمان مستوى نمو معقول للقاعدة النقدية، لأهمية المبالغ المتداولة عند حصص مزايدة القروض .

1- تصنيف السندات وفق التعليمات رقم 95/28:

تترتب قائمة الضمانات (من سندات عامة وخاصة) في عملية مزايدة القروض حسب طبيعتها إلى ثلاث أصناف حسب التعليمات رقم 95/28:

— سندات من الصنف الأول :

*سندات الخزينة

*سندات التجهيز

*أوراق تمثل قروض بنكية مضمونة من طرف الدولة

*أوراق تمثل قروض بنكية مقدمة لمؤسسات من القسم الأول

— سندات من الصنف الثاني :

أوراق أو سندات ممثلة لقروض بنكية مقدمة لمؤسسات من القسم الثاني، وهي تمثل في نفس الوقت حقوق ذات مشاكل محتملة، وهي سندات غير مقبولة كضمان إلا إذا حددت .

— سندات من الصنف الثالث :

سندات ممثلة لقروض بنكية مقدمة لمؤسسات من القسم الثالث، وهي عبارة عن حقوق خطيرة جدا ومشكوك فيها وهي غير مقبولة نهائيا كضمان .

وحسب التعليم رقم 74- 94 المؤرخة في 29/11/1994 المتعلقة بتحديد القواعد الإحترازية لتسيير البنوك تقسم الديون المستعملة من طرف البنوك إلى :

القسم 1: الديون التجارية التي يكون تحصيلها كاملا في الآجال يبدو مضمونا .

القسم 2: الديون التي لها مشاكل كافية .

القسم 3: الديون الخطيرة جدا والديون المعرضة للخطر (خسائر محتملة وأكيدة) ومن ثمة سندات الصنف الأول مقبولة تلقائيا في المناقصة، وسندات القسم الثاني لا تكون مقبولة إلا إذا حددت ضمن شروط المناقصة (مثلا أسلفنا الذكر) .

2. خطوات عملية مزايده القروض:

أ- إعلان نداء العروض :

يقوم بنك الجزائر بإعلان لفائدة البنوك والمؤسسات المالية عن عملية جذب العروض ضمن عملية مزايده القروض وذلك بواسطة وسائل الإتصال المتوفرة لديه من التلكس أو التليفاكس، بحيث يتم ذلك قبل يوم من تاريخ إجراء العملية، فتقدم المؤسسات التي تحتاج لإعادة التمويل عروض المزايدة المقترحة، قبل عملية المزايدة إلى بنك الجزائر، حيث تكون هذه المزايدات منظمة في اليوم الثاني المفتوح خلال الأسبوع إلى نهاية الصباحة.

وتحمل وثيقة نداءات العروض المرسله عن طريق الفاكس المعلومات التالية:¹

- معدل الفائدة المستهدف (المقترح)
- نوعية السندات المقبولة
- تاريخ قيمة العملية
- تاريخ استحقاق العملية أقصى مدة 03 أشهر
- الساعة المحددة لتقديم العروض

ب- إستقبال العروض:

في يوم المزايدة وحتى الساعة الأخيرة، يقدم العارضون (من بنوك ومؤسسات مالية) طلبات الإقتراض بالمبلغ ومعدل الفائدة في نشرة العرض². والتي تكون مرفوقة بقائمة الضمانات. ويشترط في المبلغ المقترح من كل عارض أن يكون 500 مليون دج أو أضعاف هذا المبلغ. كما يجب أن يكون معدل الفائدة المقترح من كل عارض أعلى أو يساوي المعدل المستهدف من طرف بنك الجزائر.

وفي خطوة موالية يقوم بنك الجزائر بعد تقديم العروض بتأكيد تلقيه للعروض من كل العارضين (البنوك والمؤسسات المالية) عن طريق التليكس أو التليفاكس.

¹- أنظر الملحق رقم 02.

²-أنظر الملحق رقم 03.

وتجدر الإشارة أن العارضين ملتزمون بصفة غير قابلة للإلغاء بالتمسك في عروضهم إلى غاية الإعلان عن نتائج المزايدة، كما أن عدم مطابقة الضمانات لشروط الإعلان في المزايدة ستؤثر على المبلغ المقترح (أي يخفض أكثر المبلغ الذي يدخل في المزايدة)¹

ت-نتائج المزايدة:

تظهر نتائج المزايدة في نفس يوم العملية وعلى الأكثر على الساعة الثالثة بعد الزوال، حيث يقوم بنك الجزائر قبل حلول الساعة الثالثة بجمع العارضين عن طريق الهاتف، ويتم تأكيد النتائج في نموذج عن طريق الفاكس أو التليفاكس².

وتغذى الحسابات الجارية المفتوحة لدى بنك الجزائر بالمبالغ المقدمة يوم إجراء العملية، وتصبح تلك الحسابات المخصصة للبنوك والمؤسسات المالية مدينة، وعند حلول تاريخ الاستحقاق يعمل بنك الجزائر على استرجاع المبلغ المستحق مع الفائدة من حساب المؤسسة المقترضة (البنك أو المؤسسة المالية).

3- حالة تطبيقية لمزايدة القروض عن طريق نداء العروض

لنفرض وجود اربعة بنوك تجارية (أ)،(ب)،(ج)،(د) بحاجة إلى نقود مركزية

أ- الإعلان عن المزايدة:

يتم إبلاغ البنوك والمؤسسات المالية عن وجود مزايدة قروض بواسطة وسائل الاتصال المتوفرة لدى البنك الجزائر قبل يوم من تاريخ إجراء العملية (J-1) ويحمل هذا النداء المعلومات التالية:

- تاريخ قيمة العملية : 1999/12/20
- معدل الفائدة المستهدف: 07%
- تاريخ إستحقاق العملية: 2000/01/19
- آخر أجل لتقديم العروض : الساعة 11:00 صباحا
- أنواع السندات المقبولة للخصم من البنك:
- . سندات عمومية

. سندات خاصة (صنف 01)

ب-إرسال العروض:

ترسل العروض إلى مديرية الأسواق النقدية والمالية التابعة لبنك الجزائر ويجب على العارضين كما أسلفنا الذكر:

- إقتراح مبلغ 500 مليون دج أو أضعاف هذا المبلغ
- احترام الشروط المتعلقة بالضمانات

¹ - التعلية رقم 28/95، مرجع سابق، المادة رقم 04.

² - أنظر الملحق رقم 04.

- اقتراح معدل فائدة أعلى أو يساوي المعدل المستهدف من طرف بنك الجزائر
وقدمت العروض كالاتي:

جدول رقم(10): العروض المرسلة من طرف البنوك

الوحدة : مليون د ج

البنوك	المبلغ المقترح	المعدل المقترح	السندات			
			عمومية	خاصة (صنف 1)	خاصة (صنف 2)	خاصة (صنف 3)
(أ)	1500	% 7.35	500	1000	-	-
(ب)	1000	% 7.50	-	500	500	-
(ج)	2000	% 7.35	-	1500	-	500
(د)	3500	% 7.12	1500	1000	1000	-

المصدر: من إعداد الباحث

ت-ترتيب وتسجيل العروض:

ترتب وتسجل العروض بعد وصولها من طرف ممثل بنك الجزائر وذلك بترتيب تنازلي
للمعدلات من أكبر معدل مقترح إلى الأصغر.

الوحدة : مليون د ج

جدول رقم (11): ترتيب وتسجيل العروض

المعدلات المقترحة	%7.50				%7.35				%7.30				%7.12			
	خاصة			عمومية	خاصة			عمومية	خاصة			عمومية	خاصة			عمومية
	ص1	ص2	ص3		ص1	ص2	ص3		ص1	ص2	ص3		ص1	ص2	ص3	
(أ) البنك	-	-	-	500	1000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(ب) البنك	-	-	-	-	-	-	-	-	500	500	-	-	-	-	-	-
(ج) البنك	1500	500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(د) البنك	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1500	100	1000	-

المصدر: من إعداد الباحث

ث-تصحيح العروض:

قبل تقييم نتائج العملية يتم حذف الضمانات غير المطابقة للشروط المتعلقة بأنواع السندات
المقبولة والمذكورة في الإعلان الموجه للبنوك، كما يتأكد بنك الجزائر من أن المبالغ المعروضة
تساوي 500 مليون دج أو مضاعفات هذا المبلغ، كما يعطي بنك الجزائر الأولوية للسندات العمومية ثم

السندات الخاصة (صنف 1)، حتى ولو كانت هذه الأخيرة بمعدل فائدة أكبر لأن هذا البنك يفضل الضمانات على الأرباح.

ج- نتيجة المزايدة:

يقوم بنك الجزائر بتحديد المبالغ المناسبة لكل بنك تجاري مع مراعاة سقف إعادة التمويل لكل بنك.

جدول رقم (12): نتيجة المزايدة

الوحدة : مليون د ج

المعدلات السندات البنوك	%7.12	خاصة صنف 1	عمومية	%7.30	خاصة صنف 1	عمومية	%7.35	خاصة صنف 1	عمومية	%7.50	التمويل لإعادة	المبلغ المناسب
(أ)	-	-	-	-	-	500	1000	-	-	-	1500	2000
(ب)	-	-	-	-	500	-	-	-	-	-	500	1000
(ج)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1500	1000	1000
(د)	1500	1000	-	-	-	-	-	-	-	-	2500	2000
المجموع	1500	1000	-	500	500	500	1000	-	1500	-	6000	6000

المصدر: من إعداد الباحث

ح- معدل فائدة العملية:

يعمل بنك الجزائر على تطبيق معدل فائدة وحيد على مجموع البنوك في هذه العملية، ويسمى هذا المعدل بالمعدل المتوسط المرجح كالاتي:

$$\text{المعدل المتوسط المرجح (TMP)} = \frac{\text{مجموع المبالغ} \times \text{المعدلات المقترحة لكل مبلغ}}{\text{مجموع المبالغ}}$$

$$\text{المعدل} = \frac{(7.12 \times 2000) + (7.50 \times 1000) + (7.30 \times 500) + (7.35 \times 1500)}{5000}$$

$$\%7.28 = 0.0728 = \frac{364.15}{5000} = \frac{142.4 + 75 + 36.5 + 110.25}{5000} =$$

وبالتالي تشكل النسبة %7.28 المعدل المتوسط المرجح الذي تلتزم به البنوك عند حلول أجل الاستحقاق بدلا من المعدل المستهدف المعلن في بداية العملية .
ويعلن بنك الجزائر النتائج لكل المتدخلين عبر الهاتف، وهذه النتائج يتم تأكيدها من بنك الجزائر بصفة نهائية بالتيلكس أو بالتليفاكس .

ثانيا: نظام الأمانات :

هي عملية يستطيع من خلالها أحد المتعاملين الحصول على نقود مركزية مقابل التنازل المؤقت لأوراق عمومية وخاصة خلال مرحلة القرض فقط، وذلك ببيع تلك الأوراق المالية إلى طرف آخر بعد الاتفاق في الوقت نفسه على إعادة شراء هذه الأوراق ذاتها بتاريخ آجل وبسعر البيع الأصلي مضاف إليه قيمة الفائدة .

ويستعمل بنك الجزائر هذه الآلية من أجل إعادة التمويل ولتنظيم خزائن البنوك التجارية التي تعاني اضطرابات في خزائنها . كما أن هذه الأداة تمكن بنك الجزائر من التدخل في السوق النقدية بشكل يومي وهذا إما :

* بضخ نقود مركزية في حالة عجز السوق عن تلبية طلبات الإقتراض مقابل أخذ بالأمانة (prise en pension) سندات عمومية أو خاصة من المتدخلين في السوق، وهذا ما يميز السوق خلال الفترة الممتدة من سنة 1990 إلى سنة 2000 من نقص في السيولة البنكية .

* أو باسترجاع النقود المركزية على سبيل منح بالأمانة (mise en pension) لسندات عمومية أو خاصة، وبذلك يقوم بنك الجزائر بامتصاص السيولة الفائضة في السوق .

وتجدر الإشارة إلى أن مبلغ الأمانة يتم تحديده مسبقا من قبل بنك الجزائر من خلال إعداد بطاقة السيولة التي تأخذ بعين الاعتبار العوامل المستقلة للسيولة، من أجل عدم الوقوع في إعادة تمويل تضخمي .

كما أن بنك الجزائر بدأ بتطبيق عمليات الأمانة منذ شهر ماي 1989 مع تطبيق معدل الفائدة المتعلق بالتدخل بالمنح لمدة 24 سا ولسبعة (07) أيام، أي يمكن لنظام الأمانات أن يأخذ الصيغتين التاليتين :

1: الأمانات لمدة 24سا :

من خلال هذه العملية يستفيد البنك المقترض من تسبيقات في خزينته مقابل تنازل مؤقت لمدة 24سا، لسندات عمومية أو خاصة، هذا من جهة .

ومن جهة أخرى، وبهدف التحكم في مستويات معدلات الفائدة وفقا للسياسة النقدية المتبعة، فإن بنك الجزائر يتدخل من خلال العمليات الظرفية في السوق النقدية وبالتحديد سوق ما بين البنوك من أجل امتصاص أو ضخ السيولة لمدة 24سا .

2: الأمانات لمدة سبعة (07) أيام :

تتم عمليات الأمانة ل 07 أيام بمبادرة البنوك على عكس الأمانات ل 24سا، كما أن هذه العمليات (عمليات الأمانة ل 07 أيام) والتي تدخل في تنظيم السوق النقدية لم يتم التعامل بها منذ سنة 1991 بسبب أنها أدخلت ضمن سقف إعادة التمويل الفردي الذي يحدده ويمنحه بنك الجزائر، وتوجه الضمانات المطلوبة للتعبئة إلى إعادة الخصم وإلى تغطية عمليات الآخذ بالأمانة ل 24 سا، هذا إلى

جانب إنشغال البنوك التجارية بالبحث عن تحقيق توازن خزينتها اليومي، ويساعدها في ذلك نظام الأمانات ل24 سا .

3: الضمانات في عمليات الأمانة :

تتحقق عمليات الأمانة عن طريق الأوراق الإجمالية للتعبئة (billets globaux de mobilisation) المرفقة بقائمة الأوراق التي تكون على شكل ملفات — support - وهذه السندات هي :

- السندات الخاصة : الناشئة عن عمليات تجارية خاصة .
- السندات العامة : الناشئة عن سندات الخزينة .
- سندات التمويل : الناشئة عن قروض الاستغلال والخزينة.
- السندات المتمثلة في قروض الاستثمار أو إعادة الهيكلة المالية، وتكون مدة استحقاقها أقل من ثلاثة أشهر.

ثالثا: عملية السوق المفتوحة :

تستند أداة السوق المفتوحة إلى شراء أو بيع الأوراق المالية (من سندات عامة أو خاصة) من قبل البنك المركزي في السوق النقدية .

ولقد خول القانون لبنك الجزائر بممارسة عمليات السوق المفتوحة في إطار التدخل في السوق النقدية إذ ينص أنه :

يمكن للبنك المركزي ضمن الحدود ووفق الشروط التي يحددها المجلس، أن يتدخل في السوق النقدية وأن يشتري ويبيع على الخصوص سندات عامة تستحق في أقل من ستة (06) أشهر وسندات خاصة يمكن قبولها للخصم أو لمنح قروض ولا يجوز بأي حال من الأحوال أن تتم هذه العمليات لصالح الخزينة أو لصالح الجماعات المصدرة للسندات .¹

وهذا يعني أن بنك الجزائر يعد المسؤول عن تنفيذ تقنية السوق المفتوحة كلما اقتضت الضرورة ،كما أن هذه العمليات لا ترتبط بأي جدول زمني معين.

وبالتدخل في السوق النقدية عن طريق أداة السوق المفتوحة يمارس بنك الجزائر تأثيرا على السيولة البنكية، وإعادة الشراء للسندات يترجم بدفع نقود مركزية تعمل على تغذية الحسابات الجارية للبنوك والعكس في حالة البيع تؤدي إلى هدم تلك النقود.

شرط أن السندات العامة يجب أن لا يتعدى مبلغها الإجمالي داخل السوق النقدية لعملياتها المقبول إنجازها بنسبة 20% من الإيرادات العادية للدولة المثبتة في ميزانية السنة المالية السابقة².

¹ - قانون النقد والقرض 90-10، مرجع سابق، المادة 76.

² - قانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، المادة رقم 77

ويتم الإعلان عن عمليات السوق المفتوحة عن طريق الفاكس أو التلكس وفي إطار تنظيم المبادلات تعلن مصالح بنك الجزائر بشكل دائم عروض الأسعار المحددة وتتخذ بموجبها قرار إبرام الصفقة بأفضل العروض.

ثم تستلم مصالح بنك الجزائر نسخة من التلكسات المرسلة إلى البنوك والمؤسسات من أجل إدراجها بعملية التسجيل المحاسبي مع ضبط تاريخ القيمة عند تاريخ العملية (J+2) ويتضمن تلكس تأكيد العناصر التالية:¹

- مبلغ السندات المباعة
- تاريخ العملية
- تاريخ قيمة العملية
- تاريخ استحقاق السندات
- عدد الأيام بين تاريخ إجراء العملية وتاريخ استحقاق السندات (N)
- معدل الفائدة الإسمي الذي تمت به العملية

ومبلغ العملية يحسب كما يلي:

$$\text{السعر} = \frac{\text{المبلغ المباع}}{\left(\frac{i \times n}{365}\right) + 1}$$

وفي الواقع لم يتم استعمال أداة السوق المفتوحة في الجزائر إلا مرة واحدة في 1996/12/30 من طرف بنك الجزائر.

كما يمكن القول أن بنك الجزائر دعم تدخلاته في السوق النقدية بإجراء تقنية أكثر استعمالا في البلدان المتقدمة ألا وهي أداة السوق المفتوحة، وهذه التقنية تظهر فائدة مزدوجة بما أنها تسمح بإعادة التمويل غير التضخمي للبنوك والمؤسسات المالية وبتقليص الخلق النقدي والمبادرة بضبط السيولة البنكية بمعدلات الفائدة.

1- حالة مبينة لعملية السوق المفتوحة:

يمكن التطرق إلى مراحل السوق المفتوحة بأكثر وضوح من خلال العملية التي حدثت في السوق النقدية في 1996/12/30 وهي العملية الوحيدة التي حدثت في السوق النقدية الجزائرية إلى حد الآن، وتتمثل هذه المراحل في:

¹ - التعلية رقم 28-95، مرجع سابق، المادة 06.

أ- الإعلان عن العملية:

يعلم بنك الجزائر البنوك والمؤسسات المالية عن طريق الفاكس أو التلكس يومين قبل إجراء العملية عن المعلومات التي تتضمن خصائص العملية والمتمثلة في :

- معدل الفائدة المستهدف 15%
- تاريخ الاستحقاق 1997/02/27
- طبيعة السندات : سندات عامة لأقل من 06 أشهر

ب-العروض:

- يستقبل بنك الجزائر العروض المقدمة من طرف العارضين حيث نجد:
- المبلغ الإجمالي للعروض: 5093.00 مليون دينار جزائري
- مجال أسعار الفائدة المقترحة من قبل العارضين [14.75% - 15.25%]
- البنوك العارضة هي: BEA, BNA, BADR, CPA

ت-نتائج العملية:

- يتم قبول أحسن العروض ويتم التأكيد بالهاتف ثم بالفاكس، وقد كانت نتائج العملية كالآتي:
- المبلغ المحتفظ به : 4000 مليون دينار
- المعدل المتوسط المرجح: 14.9375%

ووزع المبلغ المطلوب (Le Montant Adjuge) على العارضين كما يلي:

جدول رقم (13): مبالغ عملية السوق المفتوحة الموزعة على العارضين وأسعار الفائدة المقترحة

الوحدة : مليون دج

البنوك	المبالغ المطلوبة	Le Montant Adjuge	أسعار الفائدة المقترحة %
BNA	2000		14.75
BEA	1500		15.25
BADR	00		15.25
CPA	500		14.75

المصدر: بنك الجزائر

وهذه العملية من شأنها تدعيم تدخلات بنك الجزائر في السوق النقدية من خلال إجراء تقنية أكثر استخداما في البلدان الأكثر تطورا.

رابعاً: سوق قيم الخزينة (حالة سندات الخزينة في الحساب الجاري)

1- تنظيم السوق:

أ- الإطار التنظيمي:

حتى تستجيب الخزينة العمومية للأهداف المسطرة لها في إطار الإصلاحات وخصوصاً عصرنة إدارة الدين العام الداخلي، فقد تم إصدار جهاز تنظيمي يستند إلى ميكانزمات السوق.

أ1- الإطار التنظيمي الصادر في 1995:

والذي يتضمن :

- القرار رقم 001 الصادر في 30 ماي 1995 والذي يهدف إلى تحديد خصائص وكيفيات إصدار أذونات الخزينة في الحساب الجاري، ومن خلال هذا القرار تعد الخزينة العمومية مفوضة بالإصدار عن طريق المناقصة:
- أذونات خزينة لأجل قصير المدة 52،26،13 أسبوع وبفوائد مستحقة الدفع مسبقاً، والتسديد يكون بقيمتها الاسمية.
- سندات لأجل متوسط لمدة سنتين و 05 سنوات بفوائد سنوية، وتسدد قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق.

وتجدر الإشارة إلى أن حصص المناقصة تنظم من قبل بنك الجزائر.

- القرار رقم 002 الصادر في 30 ماي 1995 والمتعلق بنشاط تداول أذونات الخزينة بالتراضي بين الوسطاء المؤهلين لتوظيف أو تداول أذونات الخزينة.
- ويتمثل الوسطاء في : البنوك، المؤسسات المالية، مؤسسات التأمين والوسطاء في عمليات البورصة.
- القرار المؤرخ في 23 أوت 1995 المتعلق بإجراء المناقصة لأذونات الخزينة في الحساب الجاري

ويصف هذا القرار كيفيات عرض أذونات الخزينة في المناقصات وفرز العروض، وفق هذا القرار العرض المستهدف هو ذلك العرض الذي يقدم معدل فائدة أقل ارتفاع لمنافسة معدلات الفائدة المقترحة.

- تعليمة رقم 19 المؤرخة في 30 سبتمبر 1995 المتعلقة بتحسين العمليات الناتجة من تنفيذ إجراء المناقصة لأذونات الخزينة في الحساب الجاري، وتبعا لهذه التعليمة محاسبة العمليات الناتجة من إجراء المناقصة تمسك بالشراكة بين بنك الجزائر ووكالة المحاسبة المركزية للخزينة.

أ2- الإطار التنظيمي الصادر في 1998

يهدف إلى تحسين السوق الأولية وتشكيل سوق ثانوية من خلال:

- نوعية الوسطاء في السوق (المختصون في قيم الخزينة) والتزاماتهم.

- كفاءات التفاوض على قيم الخزينة (بالتراضي، وإنشاء قاعة للسوق كمكان لإعلان تسعيرات أذون الخزينة في الحساب الجاري).

- نظام تسوية تسليم قيم الخزينة المتبادلة في السوق الثانوية المدارة من طرف بنك الجزائر. كما تم إعادة تعديل شروط السوق الأولية من خلال وضع رزنامة سنوية لأوراق الخزينة ونظام ثلاثي الشهر دقيق للمبالغ المصدرة. ويتضمن هذا الإطار:

- الأمر رقم 008 الصادر في 21 جانفي 1998 المتعلق بتأطير وسير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري.

وقد عالج هذا الأمر المحاور التالية:

- مزايا وكفاءات إصدار قيم الخزينة
- تعديل السوق الأولية

- التفاوض على قيم الخزينة في الحساب الجاري
- تحسب ومقاصة العمليات المحققة

- القرار رقم 07 الصادر في 10 فيفري 1998 المتعلق بقاعة سوق قيم الخزينة، وذلك لتحديد كفاءات تنظيم وسير قاعة سوق القيم المنقولة للخزينة، وتشكل هذه القاعة الرابط بين إعلان التسعيرات، ومبادلة المعلومات في سوق قيم الخزينة وبين عملية التفاوض.

- اتفاقية رقم 02 الصادرة في 09 مارس 1998 والمتعلقة بدفتر الأعباء المرتبط بسوق قيم الخزينة، فالوسطاء الذين يطلبون الاعتماد كمختصين في قيم الخزينة يلتزمون بعدد من القواعد والشروط الموجودة في دفتر الأعباء.

وهذا الأخير يحدد كفاءات التدخل في السوق وتنظيم بنية المختصين في قيم الخزينة، وكذلك العلاقات بين المديرية العامة للخزينة والمختصين في قيم الخزينة.

ب- المتدخلون في السوق:

إن سير سوق قيم الخزينة يستند إلى وجود ثلاثة أنواع من المتدخلين: بنك الجزائر، الخزينة العمومية، المختصون في قيم الخزينة S.V.T

ب1- بنك الجزائر:

أولا على مستوى السوق الأولية فإن بنك الجزائر يضمن لحساب الخزينة وبطلب من هذا الأخير عمليات الإصدار، وتوظيف وتسيير أذونات الخزينة في الحساب الجاري.

وبهذا الفعل يفتح بنك الجزائر حساب جاري لكل شخص معنوي يقوم بالإكتتاب في أذونات الخزينة في الحساب الجاري.

وينتج عن الاكتتاب في أدون الخزينة قرض في حساب الخزينة المفتوح لدى بنك الجزائر، بينما تنفذ التسديدات عن طريق جعل نفس الحساب مدين في تاريخ استحقاق السند.

ومن ثمة يضمن بنك الجزائر تنظيم وعملية تحسيب (Comptabilisation) الإصدارات. أما على مستوى السوق الثانوية فإن أدوات السياسة النقدية المدارة من بنك الجزائر قد دعمت بإدخال تقنية السوق المفتوحة في سوق قيم الخزينة، لكن هذه الأداة طبقت مرة واحدة مثلما ذكرنا سابقا.

وفي الواقع تحظى الأوراق المصدرة من الدولة بالسيولة فضلا عن أنها محور أساسي في عملية السوق المفتوحة، حيث يستطيع البنك المركزي في إطار هذه السياسة أن يعدل في نفس الوقت السيولة البنكية ومعدلات الفائدة بالتدخل في شراء أو بيع قيم الخزينة.

ب2- الخزينة العمومية:

تشكل الخزينة العمومية المصدر (Emetteur) الوحيد للأوراق في السوق، إذ تحضر الخزينة العمومية رزنامة الإصدارات التي تحمل تواريخ المزايدات بأنواع الأوراق وبمبالغ الإصدارات، وترسل هذه الرزنامة إلى مصالح بنك الجزائر وللمختصين في قيم الخزينة، الأمر الذي يسمح بخلق انتظام وانسجام والذي بدوره يشكل عنصر ثقة للمشاركين في السوق، وأيضا ليكون هناك تطابق مع مرحلة الموازنة المخططة لسنة وهذا ما نسميه بمبدأ سنوية الموازنة.

أما على مستوى السوق الثانوية فإن الخزينة دور في تأطير السوق الثانوية بمشاركة المختصين في قيم الخزينة، وفي هذا المجال تعمل المديرية العامة للخزينة على:

- تبادل المعلومات مع المختصين في قيم الخزينة والتي من شأنها التأثير في السوق.
- مراجعة المختصين في قيم الخزينة حول تنظيم وسير سوق قيم الخزينة.
- مشاركة المختصين في قيم الخزينة في تحديد استراتيجية تطور السوق.

هذا إلى جانب سعي الخزينة لإقامة عمل إعلامي للمتدخلين والجمهور على مستوى السوق عبر شاشة التلفاز والجرائد من أجل تعميم المعلومات الاقتصادية والمالية، وبالتالي تم كبح اللجوء التلقائي للخزينة العمومية إلى المساهمات المباشرة من مؤسسة الإصدار لتمويل عجزها.

فسياسة الاستدانة المتبعة من قبل الخزينة العمومية بالامكان إعادة النظر فيها عن طريق القيام بإصلاح دوائر التمويل التقليدية وإن مثل هذا التحرك يمكن أن يؤدي إلى إنشاء سوق حقيقية تمكن الخزينة من طرح أصناف متنوعة من السندات لتغطية عجزها، كما تمكن البنك المركزي من تنفيذ عمليات السوق المفتوحة، وتزداد في نفس الوقت فعالية السياسة النقدية.

ب3- المختصون في قيم الخزينة (العارضون):

المختصون في قيم الخزينة عبارة عن المفاوضين الذين يسمح لهم بالتفاوض وتوظيف قيم الخزينة وهم البنوك، المؤسسات المالية، التعاونيات، صناديق التأمينات الاجتماعية والتقاعد، شركات

التأمينات الاقتصادية، الوسطاء في عمليات البورصة، كما أن هؤلاء المفاوضون* ينبغي أن يتقدموا في البداية إلى المديرية العامة للخزينة من أجل الحصول على ترخيص للتدخل في سوق قيم الخزينة. بالإضافة إلى ذلك فإن نصوص القرار الصادر في 21 جانفي 1998 المتعلق بتأطير وسير سوق قيم الخزينة في الحساب الجاري، تتضمن القواعد التي تحكم وظيفة المختصين في قيم الخزينة والتي تكون محددة في دفتر الالتزامات، ويكون مصادق عليها من قبل المديرية العامة للخزينة. ويكون طلب الاعتماد مدعم بملف يتضمن محتوى منصوص عنه من دفتر الالتزامات الذي يتعلق خصوصا بـ:

- كفاءة ونزاهة وخبرة المتدخلين (المختصون في قيم الخزينة) في السوق.
- التنظيم والقدرات البشرية للهيئة المكلفة بهذه المهمة.
- الالتزام باحترام ما يتضمنه دفتر الالتزامات المشكل من الخزينة العمومية.
- كما ينبغي وجود هيئة مستقلة تجمع المختصين في قيم الخزينة لمساعدة هذه الأخيرة من خلال توفير إمكانيات بشرية ومالية ومعدات ضرورية (هاتف، فاكس، كمبيوتر....) من جهة أخرى يضمن المختصون في قيم الخزينة تنفيذ المهام التالية:
- تنفيذ الأوامر وإعطاء حوصلة عند تنفيذ العمليات لزيائهم.
- الإعلان بشكل دائم لأسعار المشترين والبائعين لقيم الخزينة على مستوى قاعة السوق.
- إعلام الخزينة بشكل منتظم عن تطور السوق وأوضاع هذه الأخيرة والمساهمة في إرشادها حول توجيه وإدارة سياستها الإصدارية.
- مسؤولين على انتظام العمليات المنفذة في السوق والحفاظ على السرية في المعاملات لفائدة زبائنهم.
- يلتزمون بشكل مسبق وفي كل صفقة شراء أو بيع بأن يكون بحيازتهم أموال جاهزة أو سندات.

- تقديم معلومات للمديرية العامة للخزينة حول الوضعية الشهرية للسوق من حيث:

* العمليات المنجزة

* تطور السوق

* حجم العمليات المنجزة

بالإضافة إلى ذلك المكتتبون في أدونات الخزينة في الحساب الجاري والمفاوضات حول هذه الأوراق، من خلال وساطة المختصين في قيم الخزينة، الأمر الذي يجعل منهم إحدى صانعي السوق (المختصون في قيم الخزينة).

* : يحمل المفاوضون ميزة المؤسسات المالية المؤهلة من بنك الجزائر للتدخل في السوق النقدية.

2- سير السوق:

أ- السوق الأولية:

يخضع سير السوق الأولية إلى قواعد صارمة، بما أن كفاءات الإصدار تشترط في نفس الوقت نجاح توظيف قيم الخزينة نحو المكتتبين وتكلفة إستدانة الدولة، ومن ثمة الحاجة لسياسة إصدار تستند إلى رزنامة وإلى تقنيات إصدار.

1- تقنيات الإصدار:

إن سندات الخزينة المذكورة سابقا تصدر وفقا للتقنية أو الإجراء المسمى نداءات العروض، ويحق للبنوك والمؤسسات الشبيهة أن تمتلك حساب جاري لدى بنك الجزائر يتعلق بأذونات الخزينة في الحساب الجاري، فمن أجل تخفيض تكاليف تمويلها تلجأ الخزينة العمومية الجزائرية إلى إجراء نداء العروض والذي يأخذ صيغة المزايدة، وتدفع تقنية الإصدار هذه إلى انتشار واسع للأوراق وإلى المكتتبين.

2- رزنامة الإصدارات:

نظرا لاحتياجات الخزينة السنوية ولتهيئة الدخول في عملية المزايدة، تقوم الخزينة العمومية بإعداد رزنامة تنبؤية ثلاثية لكل سندات، وترسل هذه الرزنامة إلى مصالح بنك الجزائر، وهذه الأخيرة تكون مكلفة بتسيير عمليات الإصدار والتوظيف وتسيير الأذونات في الحساب الجاري.

وهذه الرزنامة عبارة عن برنامج لإصدار قيم الخزينة المشكل سنويا من المديرية العامة للخزينة ويحول إلى بنك الجزائر ومن ثمة إلى المختصين في قيم الخزينة، وبالتالي فهي عبارة عن إصدارات منتظمة وفق رزنامة محددة بشكل دقيق.

ويشكل هذا الخيار الذي يهدف إلى الانتظام والتنبؤية عنصر ثقة للمشاركين في السوق وليتطابق مع الخطة الموازية المخططة لسنة . ويمكن الاكتتاب في تلك السندات لكل شخص طبيعي أو معنوي مقيم أو غير مقيم، ويتولى عملية الاكتتاب والبيع والشراء من سندات الخزينة لفائدة هؤلاء الأعوان المختصين في قيم الخزينة .

3: خطوات عملية المناقصة لأذون الخزينة في الحساب الجاري (السوق الأولية) :

تكون المناقصات مفتوحة لكل مؤسسة تحمل اعتماد كمختص في قيم الخزينة ،وتحدث مناقصات أذون الخزينة ل 13و26 أسبوع كل يوم أربعاء، مرتين في الشهر على الساعة 11.00 صباحا، بينما الأذون ذات 52 أسبوع فإنها تتم يوم الأربعاء الأخير المفتوح كل ثلاثة أشهر على الساعة 11.00 صباحا، وإذا كان يوم الأربعاء يوم عطلة فإما أن تقدم العملية أو تترك ليوم آخر مفتوح.

• الإعلان عن المناقصة :

يتلقى بنك الجزائر من المديرية العامة للخزينة رسالة تأكيد عن طريق الفاكس عن عملية مناقصة أذن الخزينة، ويتضمن الفاكس المرسل خمسة (05) أيام مفتوحة قبل تاريخ العملية ما يلي :

— تاريخ المناقصة

— المبلغ الموضوع للمناقصة

— تاريخ إستحقاق السندات

— نوع السندات

وبدورها تقوم مصالح بنك الجزائر بالإعلام برسالة تأكيد أو موافقة إلى المختصين في قيم الخزينة (s.v.t) ثلاثة أيام مفتوحة قبل المناقصة .

• يوم المناقصة :

في يوم العملية يتقدم كل مختص في قيم الخزينة يرغب في الاكتتاب إلى مصالح بنك الجزائر حاملا معه ظرف مغلق يتضمن¹ :

— نوع المنتج (نوع أذن الخزينة)

— المبلغ الإسمي المراد توظيفه

— معدل الفائدة المقترح (سعر العرض)

وذلك 30 دقيقة قبل فتح عملية المناقصة (كمدة قصوى)

كما يتم إجراء فرز العروض بحضور ممثل بنك الجزائر والخزينة والعارضين، ويقرأ ممثل بنك الجزائر العروض المقترحة علنا مع التحفظ بعدم ذكر الأسماء .

• الإعلان عن نتائج المناقصة لأذن الخزينة :

يتم الإعلان عن نتائج حصة المناقصة إلى جميع العارضين، وتودع تلك النتائج في محضر رسمي ممضي من طرف ممثل بنك الجزائر وممثل الخزينة العمومية معا :

وتدور النتائج خصوصا حول :

— نوع السندات

— حصة المناقصة : تاريخ القيمة، تاريخ الإستحقاق

— مبالغ العروض

— المعدل أو السعر الحدي المستهدف

— المعدل المتوسط المرجح (t.m.p)

— مبالغ العروض غير المنافسة بعد المناقصة

¹ - أنظر الملحق رقم 05 المتعلق بعرض لمناقصة أذن الخزينة في الحساب الجاري.

• تسوية المبالغ المقبولة في المناقصة ودفع الفوائد :

سيقوم العارضون المعلن عنهم كملتزمين بالشراء بتسديد المبالغ في مدة مفتوحة قدرها يومين والخاصة بسندات الخزينة قصيرة الأجل (b.t.c)، وخمسة (05) أيام مفتوحة بخصوص سندات الخزينة القابلة للتداول (b.t.n) وتحسب تلك الأيام ابتداء من اليوم الموالي للمناقصة .

أما من جهة أسعار الفائدة مثلما ذكرنا سابقا، فإن الفوائد تدفع مسبقا من قبل الخزينة العمومية يوم الإصدار بالنسبة للأذونات قصيرة الأجل (b.t.c)، أما بالنسبة للأذونات متوسطة الأجل (b.t.m) وتكون الفوائد على السندات قابلة للدفع سنويا على أساس أسعار الفائدة الإسمية المعلنة قبل الإصدار .

وتجدر الإشارة إلى أن الفترة التي تفصل بين آجال غلق المنافسة وتسديد العملية يلتزم المزايدون خلالها بعدم التنازل عن السندات المكتسبة .

وتدفع مبالغ القسائم والمبلغ الرئيسي عند تاريخ الإستحقاق، وتجدر الإشارة إلى أنه إذا صادف ذلك اليوم يوم عطلة أو يوم إغلاق لبنك الجزائر فإن الدفع أو التسوية ستجرى في اليوم المفتوح الموالي بدون أي تعويض يؤخذ في الحساب .

4: حالة تطبيقية لعملية مناقصة أذون الخزينة في الحساب الجاري .(السوق الأولية) :

سنحاول عبر هذه المناقصة المصورة لأوذن الخزينة ل 13 أسبوع في السوق الأولية معرفة كيفية سد الخزينة العمومية لعجزها.

• الإعلان عن المناقصة :

تعلم الخزينة العمومية بنك الجزائر عن نيتها بإصدار أذون الخزينة ل 13 أسبوع وذلك قبل يوم المناقصة بخمسة أيام مفتوحة . ويعلم بنك الجزائر بدوره مجموعة المختصين في قيم الخزينة عن تنظيم حصة مناقصة، ويكون ذلك عبر إرسال رسالة تأكيد¹، قبل يوم المناقصة بثلاثة أيام مفتوحة .

وتتضمن وثيقة الإعلان عن المناقصة المعلومات التالية :

— مناقصة أذون الخزينة في تاريخ 2006/06/21

— طبيعة أذون الخزينة المصدرة "أذون الخزينة لأجل قصير في الحساب الجاري" :أذونات قصيرة الأجل ل 13 أسبوع .

— المبلغ المطلوب (المستهدف) من الخزينة : 2000 مليون دج

— تقدم العروض في أطرفة مغلقة قبل الساعة العاشرة (10.00سا) من يوم الأربعاء 21 جوان 2006.

¹ - الملحق رقم 06 المتعلق بنموذج عن تقرير المناقصة ممضي من طرف ممثل الخزينة العامة وممثل بنك الجزائر .

• إستلام العروض :

تتم عملية الفرز يوم المناقصة بعد إستقبال العروض في ذلك اليوم بحضور ممثل بنك الجزائر وممثل الخزينة العمومية إلى جانب حضور العارضين (المتدخلين في قيم الخزينة) وقد كانت العروض المقترحة كالتالي :

جدول رقم (14) : العارض (أ)

الوحدة مليون دينار

المبلغ الإسمي المطلوب	المعدل المقترح بشكل متصاعد %
300	6.50
100	6.55
100	6.60

المصدر : من إعداد الباحث

جدول رقم (15) : العارض (ب)

الوحدة مليون دينار

المبلغ الإسمي المطلوب	المعدل المقترح بشكل متصاعد %
200	6.60
250	6.65
300	6.70

المصدر : من إعداد الباحث

جدول رقم (16) : العارض (ج)

الوحدة مليون دينار

المبلغ الإسمي المطلوب	المعدل المقترح بشكل متصاعد %
100	6.60
130	6.70
170	6.75
200	6.80

المصدر : من إعداد الباحث

اقترح العارض (ج) أربعة عروض في حين ليس له الحق إلا بتقديم ثلاثة عروض كحد أقصى، وفي هذه الحالة يتعين أن تؤخذ العروض الثلاث الأولى بعين الاعتبار حيث تكون الأسعار المقترحة أقل انخفاضا.

جدول رقم (17) : العارض (د)

الوحدة مليون دينار

المبلغ الإسمي المطلوب	المعدل المقترح بشكل متصاعد %
500	6.50
300	6.55
100	6.60

المصدر : من إعداد الباحث

جدول رقم (18) : العارض (هـ)

الوحدة مليون دينار

المبلغ الإسمي المطلوب	المعدل المقترح بشكل متصاعد %
300	6.70
600	6.80

المصدر : من إعداد الباحث

• ترتيب وتسجيل العروض:

يقوم ممثل بنك الجزائر بعد عملية الفرز بترتيب وتسجيل كل العروض المقدمة على أساس نموذج مقدم من خلال التعليلة رقم 28- 95 المؤرخة في 22 أفريل 1995 والمتعلقة بتنظيم السوق النقدية¹.

الوحدة مليون دينار

جدول رقم (19): ترتيب وتسجيل العروض

المعدل % العارضين	6.50	6.55	6.60	6.65	6.70	6.75	6.80
(أ)	300	100	100	—	—	—	—
(ب)	—	—	200	250	300	—	—
(ج)	—	—	100	—	130	170	—
(د)	500	300	100	—	—	—	—
(هـ)	—	—	—	—	300	—	600
المجموع	800	400	500	250	730	170	600
المجموع المتراكم	800	1200	1700	1950	2680	2850	3450

المصدر : من إعداد الباحث

¹ - الملحق رقم 07.

انطلاقاً من الجدول نجد:

- إجمالي العروض 2850 مليون دينار
- مجال معدلات الفائدة ما بين 6.50% و 6.80%
- إلا أن عرض الخزينة العمومية هو:
- احتياج مالي قدره 2000 مليون دينار جزائري
- معدل الفائدة المستهدف 6.65%

• نتائج المناقصة:

يتم قبول العروض المقترحة بعد أن تأخذ الخزينة العمومية بعين الاعتبار العرض المقترح من جهتها ومعدل الفائدة المستهدف وكذا عروض المتدخلين S.V.T، وقد كانت العروض المقبولة لهذه المناقصة وفق النتائج التالية:

- العارض (أ): المبلغ المقترح يقدر بـ 300 مليون، 100 مليون، 100 مليون بمعدلات على التوالي 6.50%، 6.55%، 6.60%.
- العارض (ب): المبالغ المقترحة تقدر بـ 200 مليون، 250 مليون بمعدلات على التوالي 6.60%، 6.65%

- العارض (ج): المبلغ المقترح يقدر بـ 100 مليون بمعدل فائدة 6.60%
- العارض (د): المبالغ المقترحة تقدر بـ 500 مليون، 300 مليون، 100 مليون بمعدلات على التوالي 6.50%، 6.55%، 6.60%.

ومن ثمة إجمالي المبالغ المقبولة قدر بـ 1950 مليون دينار من طرف الخزينة العمومية في حين رفضت الطلبات الأخرى لأن معدلات فائدها المقترحة من العارضين أكبر من المعدل المحدد من الخزينة العمومية بـ 6.65%.

وبدون محضر رسمي في نهاية المناقصة، إذ يتم تسجيل مايلي:

- تاريخ المناقصة 2006/06/21
- تاريخ التسوية 2006/06/25
- تاريخ الاستحقاق 2006/09/26
- إجمالي العروض: 3450 مليون دينار
- معدل الفائدة المستهدف 6.65%
- مبلغ المناقصة 1950 مليون دينار
- المعدل المتوسط المرجح للمنافسة 6.56%

وهذا الأخير يحسب كما يلي:

$$\text{المعدل المتوسط المرجح للمناقصة} = \frac{\text{مجموع (مبالغ العروض المقبولة} \times \text{معدلات الفائدة المرتبطة بتلك العروض)}}{\text{مبالغ المناقصة}}$$

وانطلاقا من معطيات المثال نجد:

$$TMP = \frac{(300 \times 6.5) + (100 \times 6.55) + (100 \times 6.6) + (200 \times 6.6) + (250 \times 6.65)}{1950}$$

$$TMP = 6.56\%$$

• تحديد المبالغ للتسوية:

في هذه المرحلة يتم تحديد المبالغ التي تدفع من قبل العارضين المقبولين، ويحسب المبلغ انطلاقا من المعادلة التالية:
لدينا:

$$VN = y + y \cdot \frac{n \cdot t}{36000}$$

ومن ثمة:

$$y = \frac{VN}{1 + \left(\frac{n \cdot t}{36000} \right)}$$

حيث:

y: المبلغ الصافي المدفوع من طرف كل مكتب

VN: القيمة الإسمية

t: معدل الفائدة المقترح من طرف كل مكتب

n: عدد الأيام (13 أسبوع = 91 يوم)

مثال عن المكتب (ج):

$$y = \frac{100.000.000}{1 + \left(\frac{91 \times 6.60}{36000} \right)}$$

$$y = 98\,039\,215.7$$

أي أن الحساب الجاري للمكتب (ج) لدى بنك الجزائر يصبح مدين بمبلغ 98039215.7 وحدة نقدية، وفي نفس الوقت يصبح حساب الخزينة دائن بنفس المبلغ.

ب- السوق الثانوية:

لقد تم إنشاء السوق الثانوية لقيم الخزينة لتوفير وتأمين سيولة أكبر للأوراق العمومية وكذلك لتدعيم السوق الأولية فضلا عن إمكانية الحصول على تلك الأوراق من أطراف أخرى.

فهي السوق التي يتم بداخلها التفاوض على قيم الخزينة المصدرة في السوق الأولية عن طريق المناقصة، وتكون منتظمة حيث تتم الصفقات بالتراضي بين المختصين في قيم الخزينة المعتمدين من المديرية العامة للخزينة.

وقد صدر الإعلان الرسمي عن هذه السوق في 24 مارس 1998 بعد تعديل التنظيم الذي يدير سوق قيم الخزينة ضمن القرار رقم 08 الصادر في 21 جانفي 1998 والمتعلق بسير سوق قيم الخزينة، ويهدف هذا القرار إلى:

- إنشاء قاعة سوق قيم الخزينة التي تعتبر مكان للإعلان عن التسعيرات ولتبادل المعلومات
- تداول كل الأوراق المالية التي توجد في السوق
- وتتضمن كفاءات سير السوق وتقنيات إعداد الصفقات في هذه السوق بعض الخصوصيات حيث نجد:
- ب-1- الصفقات:** وتتضمن عنصرين أساسيين، التفاوض ومقاصة الأوراق.

• التفاوض:

تتم عملية التفاوض على أوراق الخزينة بالتراضي بين المختصين في قيم الخزينة عبر الإعلان على التسعيرات في سوق قيم الخزينة.

وعند الإعلان عن التسعيرات لابد من الالتزام بالنقاط التالية:

- يلتزم المختص في قيم الخزينة بنشر أسعار المشتري وأسعار البائع ومبالغ الصفقات، علما أن حصص تسعير قيم الخزينة تقام كل يوم أحد وثلاثاء بين الساعة العاشرة والحادي عشرة صباحا (10:00 - 11:00 سا)، كما أن الحد الأدنى للمبالغ (حجم الصفقة) المعلن من المختص في قيم الخزينة هو مليون دينار.
- حُدّد الهامش الأقصى المفوض بين سعر المشتري وسعر البائع بـ 0.5%¹.
- فعلى سبيل المثال إذا أعلن المختص في قيم الخزينة عن نيته في الشراء بسعر (أ) والبيع بسعر (ب) فإن الهامش بين (أ) و (ب) ينبغي أن لا يتجاوز 0.5% بين سعر المشتري وسعر البائع.
- يلتزم المختص في قيم الخزينة بالمساهمة في سيولة السوق، وذلك بتحقيق حصة دنيا في المتوسط الشهري تعادل 3.5% وفي المتوسط السنوي تعادل 5% من الصفقات في سوق قيم الخزينة.
- يبذل المختص في قيم الخزينة جهود كبيرة في مجال بيع وشراء الأوراق العامة من خلال إجراء اتصالات ضرورية لتوظيف تلك الأوراق لفائدة الزبائن.
- تجسد الصفقة بين مختص في قيم الخزينة وآخر أو مع زبون بإمضاء على طلب بضاعة من طرف المختص في قيم الخزينة المشتري أو الزبون المشتري عندما تكون العملية مع الزبائن (أفراد أو مؤسسات).

¹ - قرار رقم 08 المؤرخ في 21 جانفي 1998 والمتعلق بسير سوق قيم الخزينة، المادة 27.

ويتضمن طلب البضاعة معلومات مختلفة متعلقة بالصفقة وهي:

- إسم المشتري
- صنف الأوراق المشتراة
- تاريخ استحقاق الأوراق
- مبلغ الصفقة
- معدل الفائدة المناسب
- عدد الأيام الجارية للأوراق
- تاريخ القيمة

ويستفاد من طلب البضاعة من أجل عملية المقاصة ولتأكيد الصفقات المنفذة في السوق.

• المقاصة:

يتم إجراء التسوية والتسليم لأذون الخزينة في السوق الثانوية من طرف بنك الجزائر، كما يمكن المختص في قيم الخزينة من تسجيل وتأكيده وتسوية العمليات من خلال مصلحة المقاصة.

❖ تأكيد الصفقات:

يلتقي المختصون في قيم الخزينة يوميا بين الساعة التاسعة والعاشر صباحا لتأكيد الصفقات فيما يتعلق بالمعلومات المتعلقة بها (سعر فائدة وكمية).

إذ تشكل قاعة السوق على مستوى المديرية العامة للخزينة مكان تأكيد بين المختصين في قيم الخزينة للعمليات المحققة في انتظار التغطية النقدية لها، وتتضمن جلسة التأكيد:

- تأكيد وثبيت العمليات المنفذة .
- تحديد الرصيد الدائن والمدين للمختص في قيم الخزينة نسبة إلى مختص آخر.
- تحضير أوامر الدفع والتحويل للأوراق الحكومية.

وتكون كل المعلومات الضرورية محتواة ضمن لائحة من الصفقات تبين العمليات المنفذة بين مختصين اثنين في قيم الخزينة مبيينين صنف الأوراق موضوع الصفقة وعددها والمبالغ المتعلقة بها. وترسل هذه الوثائق في نفس اليوم إلى المديرية العامة للمحاسبة على مستوى بنك الجزائر الذي سيجري بدوره عمليات تحريك الحسابات.

❖ عملية التسوية والتوزيع:

بعد استقبال أوامر الدفع والتحويل للأوراق العامة المرافقة للوثائق المرتبطة بالصفقات يعمل بنك الجزائر على تسويتها .
وتسمح الطريقة العملية لنظام التسوية والتوزيع الصادر من بنك الجزائر ببدء عمليات المقاصة على مستوى السوق الثانوية.

ب-2- حالة مبنية لجلسة تسعير وتداول في السوق الثانوية لقيم الخزينة.

تتم هذه الجلسة على مستوى المديرية العامة للخزينة أين يتولى المختصون في قيم الخزينة عملية التسعير كل أيام الأحد والثلاثاء من الساعة العاشرة صباحا إلى الساعة الحادية عشر صباحا. وكمثال الجلسة رقم 12 من سنة 2001 في تاريخ 11 فيفري 2001. ويحمل الجدول التالي تسعيرات لإحدى عشرة مختصا في قيم الخزينة كمتدخلين في السوق الثانوية من خلال الجلسة رقم 12 من تاريخ 11 فيفري 2001.

جدول رقم (20): تسعير قيم الخزينة في السوق الثانوية لقيم الخزينة الوحدة : مليون دينار

المختصون في قيم الخزينة	الصفقات	أذن الخزينة لـ 13 أسبوع			أذن الخزينة لـ 26 أسبوع			أذن الخزينة لـ 52 أسبوع		
		كمية	معدل %	الاستحقاق	كمية	معدل %	الاستحقاق	كمية	معدل %	الاستحقاق
BADR	شراء بيع	8 5	5.77 5.27	01/03/18	11 5	5.87 5.51	01/06/24	6 5	6.98 6.48	01/12/12
BDL	شراء بيع	20 5	6.03 5.54	01/03/18	10 5	6.11 5.62	01/06/13	10 5	7.35 6.85	01/12/12
BEA	شراء بيع	10 -	5.90 -		10 5	6.05 5.55	01/07/15	5 5	6.25 5.75	01/12/12
BNA	شراء بيع	40 5	5.89 5.39	01/02/11	20 5	6.29 5.79	01/06/24	10 5	6.63 6.13	01/12/12
CAAR	شراء بيع	5 5	5.75 5.25	01/03/25	15 5	5.95 5.45	01/05/27	25 5	7.10 6.60	01/09/12
CAAT	شراء بيع	5 5	5.79 5.29	01/03/18	6 5	6.17 5.67	01/06/17	5 5	6.57 6.07	01/12/12
C.BANK	شراء بيع	5 5	5.78 5.28	01/04/15	50 5	5.98 5.48	01/06/24	20 5	7.02 6.52	01/09/12
CNEP	شراء بيع	10 5	6.15 5.65	01/03/18	10 6	6.20 5.70	01/06/17	6 5	7.37 6.87	01/12/12
CNIMA	شراء بيع	5 5	6.03 5.53	01/03/25	5 5	6.04 5.54	01/07/29	5 5	6.39 5.89	01/12/12
CPA	شراء بيع	5 5	5.83 5.33	01/03/25	5 5	6.22 5.72	01/06/17	5 5	7.00 6.50	01/09/12
SAA	شراء بيع	5 5	5.50 5.00	01/03/18	5 5	5.63 5.13	01/07/15	5 5	6.52 6.02	01/09/12

Source : SARAH ZIER, le marche des valeurs du trésor Algérien, mémoire de fin d'études de troisième cycle spécialisé en banque, Ecole supérieure de commerce d'Alger ,1999-2000, P69.

يتدخل المختصون في قيم الخزينة في السوق الثانوية لقيم الخزينة لشراء وبيع الأوراق المصدرة سواء لحسابها أو لحساب زبائنهم.

ويتم عرض التسعيرات بالإعلان عن كميات الأوراق الموجهة للشراء والبيع وأسعار المشتريين والبائعين في جدول على مستوى قاعة السوق من المديرية العامة للخزينة. ونلاحظ من الجدول أن الفارق بين أسعار المشتريين والبائعين لا يتجاوز 0.5% في عروض الشراء والبيع لكل المتدخلين المختصين في قيم الخزينة وعلى الأصناف الثلاثة للأذون المتداولة (لـ 13، 26، 52 أسبوع).

ولنأخذ مثال عن الصفقة بين إثنين من المختصين في قيم الخزينة حول أذون الخزينة لـ 52 أسبوع:

- المختص BDL كبائع.

- المختص CAAT كمشتري.

وهذا المختصان في قيم الخزينة بالنسبة لصنف أذون الخزينة لـ 52 أسبوع هما في وضعية تجانس En matching، وتحدث هذه الحالة في كل مرة عندما تعلن إرادة الشراء والبيع نفس المعدل، ومن ثمة تصبح الصفقة ملزمة لكلا الطرفين.

• وصف العملية:

يرغب المختص في قيم الخزينة BDL في بيع 06 مليون دينار جزائري من أذون الخزينة لـ 52 أسبوع بمعدل 5.5% وعند تاريخ الاستحقاق 2001/09/12 هذا من جهة. ومن جهة أخرى يرغب المختص CAAT في شراء 06 مليون دينار جزائري من أذون الخزينة لـ 52 أسبوع من المختص BDL علما أن تاريخ الاستحقاق 2001/09/12. فيعمل المختص CAAT كمشتري على توقيع طلب البضاعة وذلك لتسهيل عملية المقاصة وتأكيده الصفقة، ويتضمن طلب البضاعة مايلي:

- إسم المشتري : مختص في قيم الخزينة CAAT.

- صنف أذون الخزينة المشتراة: أذون الخزينة لـ 52 أسبوع.

- مبلغ الصفقة : مليون دج.

- تاريخ القيمة : 2001/02/12.

- عدد الأيام الجارية (المتبقية) للأوراق: 212 يوم.

- معدل الفائدة : 5.5%.

ومن جانبه يرسل المختص في قيم الخزينة البائع BDL إلى المختص في قيم الخزينة المشتري CAAT إشعار تنفيذ ويحمل هذا الإشعار نفس المعلومات الموجودة في طلب البضاعة الممضي من المشتري CAAT .

وفي اليوم الموالي للعملية يلتقي المختصين في قيم الخزينة (المشتري والبائع) على مستوى قاعة السوق بين الساعة التاسعة صباحا (09:00 سا) والعاشر صباحا (10:00 سا) وذلك لتأكيد وإثبات الصفقة من جهة، ومن جهة أخرى يتم تحديد الأرصدة المدينة والدائنة للمختصين في قيم الخزينة، وأيضا يتم إعداد أوامر نقل الأموال وتحويل الأذون، ومن ثمة يعمل المختص في قيم الخزينة البائع BDL على تحضير أمر بتحويل الأذون المباعة لحساب المختص في قيم الخزينة المشتري CAAT.

وفي المقابل يحضر المختص في قيم الخزينة المشتري CAAT أمر نقل الأموال إلى الحساب الجاري للمختص في قيم الخزينة البائع BDL على مستوى بنك الجزائر. ويحسب المبلغ الموجه للتحويل على أساس مبلغ الصفقة (6 مليون دج) والأيام المتبقية أو الجارية للأوراق (212 يوم) ومعدل الفائدة 5.5%.

$$M = \frac{6000000}{1 + \frac{5.5 \times 212}{36000}}$$

M: المبلغ المحول من CAAT إلى BDL.

وترسل هذه الأوامر في نفس اليوم إلى المديرية العامة للمحاسبة لبنك الجزائر الذي يجري بدوره تحريك في حسابات الأذون والأموال للمختصين في قيم الخزينة المفتوحة على مستوى بنك الجزائر.

وبنفس الطريقة تنفذ عمليات البيع والشراء على الأصناف الأخرى من الأوراق (26، 52 أسبوع)، ونشير إلى أنه في غالبية الحالات يوجد فارق طفيف بين أسعار المشتريين المعروضة وأسعار البائعين المعروضة، وتنفذ العملية بسعر ناتج من التفاوض، وفرضا أن المختصين في قيم الخزينة البائع BDL قد اكتتب في أذون الخزينة لـ 52 أسبوع أثناء عملية المناقصة بمعدل 7%، ثم قام ببيعها للمختص في قيم الخزينة CAAT بـ 5.5% أي ربح BDL 1.5% كفائدة على مدة حيازة الأوراق ولتكن مثلا 100 يوم.

$$I = \frac{6000000 \times 100 \times 1.5}{36000} = 25000DA$$

I: الفائدة المحصلة من طرف المختص في قيم الخزينة BDL.

كما يمكن للمختص في قيم الخزينة المشتري أن يعيد بيع الأوراق لـ 52 أسبوع أثناء إحدى الجلسات اللاحقة أو الاحتفاظ بها إلى غاية تاريخ الاستحقاق ألن يحصل على مبلغ الأوراق (6 مليون دينار جزائري).

خامسا: عملية مبادلة (SWAPS).

تسمح مبادلات (SWAPS) العملات بتحقيق عدة أنواع من العمليات، فعند وجود دين تسمح عملية مبادلة SWAPS بتجنب خطر الصرف للمؤسسة في سياق تخفيض السعر على السعر الأولي ورفع السعر على سعر العملة الثانية، وفي إطار التمويل الجديد تسمح عملية مبادلة SWAPS من جميع الموارد بشروط أكثر إيجابية حيث يمكن تحصيل تلك الموارد عن طريق التحكيم (Arbitrage) في السوق الداخلية أو تخفيف بعض صعوبات إعادة التمويل في السوق الداخلية¹.

وفي الجزائر فإن هذه العملية تكون بمبادرة البنك المركزي، وحسب الفقرة السادسة من القانون رقم 08/91 الصادر في 14 أوت 1991، فإن هذه العملية هي مبادلة النقود الوطنية مقابل العملات الأجنبية الصعبة والتي تسمح له بالسيطرة على السيولة.

سادسا: استرجاع السيولة على بياض بجذب العروض.

لقد استعمل بنك الجزائر أداة جديدة للتدخل في السوق النقدية لامتناع السيولة الزائدة كلما اقتضى ذلك.

وتهدف التعليمات التي تنص على ذلك، وفي إطار أحكام المادتين 20 و 21 من قانون رقم 08/91 المتعلق بتنظيم السوق النقدية إلى إدخال تقنية استرجاع السيولة على بياض تحت شكل نداء العروض الفوري².

وتتم عمليات استرجاع السيولة من طرف بنك الجزائر في كل مرة يرى فيها ضرورة لذلك.

وتنفذ نداءات العروض الفورية في مدة قدرها ساعتين بين تاريخ إعلان نداء العروض ولحظة تبليغ نتيجة التقسيم³.

وحسب هذه العملية يقوم بنك الجزائر باستدعاء البنوك، للتوظيف على مستواه سيولات تحت شكل ودائع لـ 24 ساعة أو لأجل مقابل معدل فائدة ثابت.

ويحدد معدل الفائدة المقابل للفائض المسترجع من طرف بنك الجزائر، حيث تنص التعليمات على أن معدل الفائدة المطبق على الودائع هو معدل فائدة بسيط، محسوب على أساس العدد الفعلي للأيام (360 يوم)، وتدفع الفائدة عند تاريخ استحقاق الوديعة⁴.

وتخص هذه العملية البنوك فقط، حيث يمكن أن تتم بين أطراف ثنائية أو متعددة الأطراف⁵، أي تتم العملية من دون تقديم ضمانات للبنوك (على بياض)، ويمكن أن تكون المناقصة ثنائية أي بين

¹ -Frédéric Herbin, Finance et Placements, op cit, P 135.

² -Instruction N°2-2002 du 11 Avril 2002 Portant introduction de la reprise de liquidité sur le marché monétaire, Article 01.

³ -Instruction N°2-2002 du 11 Avril 2002, opcit, Article 02.

⁴ -Idem ,Article 04.

⁵ - أنظر الملحق رقم (08).

بنك الجزائر وبنك تجاري واحد فقط، أو متعددة الأطراف أي بين بنك الجزائر وعدد من البنوك التجارية.

بالإضافة إلى ذلك تكرر العملية ومدة الودائع غير موحد نمطياً، حيث يمكن أن تنفذ عمليات إسترجاع السيولة في كل لحظة، وتكون مقررة لفائدة البنوك فقط¹. هذا إلى جانب أن بنك الجزائر له الحق في تعديل شروط العملية أو تأجيلها

1- كيفية إجراء العملية:

يتم تنفيذ العملية في شكل متسلسل حيث نجد:

- المرحلة الأولى: في الساعة الأولى يعلن بنك الجزائر عن نداء العروض متعدد أو ثنائي من خلال الفاكس.
- المرحلة الثانية: في الساعة الأولى +45 دقيقة يتم تحضير وتقديم عروض البنوك.
- المرحلة الثالثة: الساعة الثانية، جمع العروض من طرف بنك الجزائر².
- المرحلة الرابعة: تأكيد رسائل إستقبال العروض من طرف بنك الجزائر³.
- المرحلة الخامسة: الساعة الثالثة، مناقصة وإعلان النتائج⁴.
- أ- قرار المناقصة من طرف البنك المركزي
- ب- إعلان نتائج المناقصة
- ج- إشعار بالنتائج الفردية للمناقصة
- د- تسوية العمليات

2- حالة مبينة لعملية إسترجاع السيولة على بياض:

• **مرحلة الإعلان عن العملية:**

يعلن بنك الجزائر عن نيته في تنظيم عملية إسترجاع السيولة على بياض عن طريق نداء العروض في شكل مناقصة متعددة الأطراف من أجل مدة قدرها 07 أيام.

- تاريخ تنفيذ العملية: 2008/10/08
- تاريخ الاستحقاق : 2008/10/15
- معدل فائدة ثابت: 0.75%

• **مرحلة تقديم العروض:**

بعد 45 دقيقة من المدة المحددة للإعلان كانت العروض المقدمة ممثلة في الجدول التالي:

¹-Instruction N°2-2002 du 11 Avril 2002,opcit,Article 05.

²-أنظر الملحق رقم (9).

³-أنظر الملحق رقم (10).

⁴-أنظر الملحق رقم (11).

جدول رقم (21): العروض المقدمة من البنوك التجارية الوحدة: مليون دينار جزائري

البنوك	المبالغ
(أ)	360000
(ب)	240000
(ج)	600000
المجموع	1200000

المصدر: من إعداد الباحث

• مرحلة تحليل العروض:

يعلن بنك الجزائر وحسب تنبؤاته بالسيولة على أنه يستطيع امتصاص ما قيمته 1000.000 مليون دينار فقط، في حين أن المبلغ الإجمالي لعروض البنوك الثلاثة يقدر بـ 1200.000 مليون دينار أكبر من المبلغ المحدد من طرف بنك الجزائر.

ملاحظة:

إذا كان المبلغ الإجمالي المقدم من طرف البنوك أقل من المبلغ المحدد من طرف بنك الجزائر، في هذه الحالة يمكن لهذا الأخير أن يمتصه بالكامل.

أما إذا كان المبلغ الإجمالي المقدم من طرف البنوك أكبر من المبلغ المطلوب من بنك الجزائر فإن هذا الأخير يقسم عروض البنوك حسب ثقل المبلغ المقدم.

وبما أن المبلغ الإجمالي المعروض من البنوك أكبر من المبلغ المطلوب من بنك الجزائر فإن تحليل العروض يكون كالتالي:

الخطوة الأولى: تحديد ثقل المبلغ:

$$\text{ثقل المبلغ المعروض من البنك المتدخل} = \frac{\text{المبلغ المعروض من البنك المتدخل}}{\text{المبلغ الإجمالي لعروض البنوك}}$$

بالتطبيق نجد:

$$0.3 = \frac{360000}{1200000} = \text{ثقل مبلغ البنك (أ)}$$

$$0.2 = \frac{240000}{1200000} = \text{ثقل مبلغ البنك (ب)}$$

$$0.5 = \frac{600000}{1200000} = \text{ثقل مبلغ البنك (ج)}$$

الخطوة الثانية: المبلغ المسترجع من بنك الجزائر:

يتم توزيع المبلغ المعروض للمناقصة والمقدر بـ 1000.000 مليون دينار جزائري، وفقا للعروض المقدمة من البنوك كما في الجدول الموالي:

جدول رقم (22): توزيع المبالغ على البنوك الوحدة: مليون دينار جزائري

البنوك	المبلغ المعروض	المبالغ المحتفظ بها لكل بنك	النتائج
(أ)	360000	0.3×1000.000	300.000
(ب)	240000	0.2×1000.000	200.000
(ج)	600000	0.5×1000.000	500.000
المجموع	1200000		1000.000

المصدر: من إعداد الباحث

• **مرحلة الإبلاغ على نتائج العملية:**

يتم إبلاغ كل من البنوك التجارية بالمناقصة عن نتائج العملية، وعلى سبيل المثال يتم إبلاغ البنك الأول كما يلي:

- تاريخ تنفيذ العملية : 2008/10/08 على الساعة

- تاريخ الاستحقاق : 2008/10/15

- معدل الفائدة المطبق: 0.75%

- المبلغ الإجمالي المعروض من طرف المناقصين: 1200.000 مليون دينار جزائري

- المبلغ الذي عرضه البنك (أ) : 360.000 دج

- المبلغ المقدم فعليا من البنك (أ): 300.000 مليون دج

وبهذا تكون العملية قد تمت بامتصاص بنك الجزائر لمبلغ قدره 1000.000 مليون دج من البنوك المناقصة، وهذه العملية هي إسترجاع السيولة على بياض لمدة 07 أيام ويحصل كل بنك يوم الاستحقاق على فائدة تحسب على أساس المبلغ المقدم لبنك الجزائر.

سابعا: التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة للفائدة.

ظهرت بموجب التعليم رقم 04-05 والتي تهدف في إطار نصوص المواد 20 و 21 من القانون رقم 91-08 المتعلق بتنظيم السوق النقدية إلى توضيح كيفية تنفيذ تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة¹.

وتشكل التسهيل الخاصة بالوديعة المغلة للفائدة أداة جديدة غير مباشرة للسياسة النقدية والتي أدخلت من قبل بنك الجزائر في إطار التسهيل الدائمة على بياض والمخصصة أساسا للبنوك.

¹-Instruction n04-05 du 14 Juin 2005 relative à la Facilité de dépôt rémunéré, article 01.

وتتم هذه الآلية بمبادرة البنوك التي تحمل فائض في خزينتها التي تأخذ بالحساب تشكيل الاحتياطي الاجباري والتي يمكن بعد ذلك أن تتقدم بتسهيل وديعة حيث المبلغ غير محدد. وفي الواقع، فإن الإحتياطيات النقدية الحرة للبنوك التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار حيث يتعين تحديد الفائض بدقة قبل تقديم مبلغ تسهيلة الوديعة لبنك الجزائر، الأمر الذي يعني إلقاء نظرة على الأرصدة النقدية في حساب البنوك لدى بنك الجزائر خارج الاحتياطيات الإجبارية. ويمكن للبنوك أن تلجأ لتسهيل الوديعة المغلة للفائدة من أجل تكوين ودائع لـ 24 ساعة لدى بنك الجزائر.

وتكون ودائع البنوك لـ 24 ساعة مقابل فائدة ثابتة معلنة من قبل بنك الجزائر، وهو معدل فائدة بسيط محسوب على أساس العدد الفعلي للأيام على 360 يوم وتدفع الفائدة في تاريخ استحقاق الوديعة الذي يحل في يوم عمل موالي ليوم الاكتتاب¹.

وبداية تنفيذ العملية يتقدم البنك التجاري بشكل إجباري بطلب عبر الهاتف إلى مصالح مديرية الأسواق النقدية والمالية، ويتم تأكيد هذا الطلب بالصفقة وإن لم يوجد فبالفاكس حسب النموذج بالملحق الذي يجب أن يتضمن مبلغ الصفقة الذي يوظف على أبعد تقدير 30 دقيقة بعد إقفال السوق النقدية ما بين البنوك (ساعة الإقفال 15:00 سا و 30 دقيقة).

ويجب أن تقدم أوامر التحويل من البنوك إلى بنك الجزائر قبل الساعة 16:00 سا و 30 دقيقة².

ويمكن لبنك الجزائر تعديل معدل الفائدة في أي لحظة ويحمل هذا التعديل تأثير يوم إعلانه ويشكل معدل تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة الحد الأدنى للمعدلات الموجهة في سوق ما بين البنوك.

وقد تم إدخال هذه الأداة لتدعيم أدوات السياسة النقدية لبنك الجزائر حتى تسمح بتنظيم السيولة البنكية على أكمل وجه وبتسيير نشط لخزينة البنوك خصوصا في إطار إصدار نظام الدفع الإجمالي في وقت حقيقي للمبالغ الكبيرة والذي فيه حسابات التسوية من شأنها تسريع تنفيذ الصفقات من قبل البنوك في وقت حقيقي.

المبحث الثالث: إعادة التمويل وتقييم السوق النقدية الجزائرية.

يهدف هذا المبحث إلى التطرق لآلية إعادة التمويل لدى البنوك والمؤسسات المالية مع الإشارة لمكشوف البنوك وإعادة الخصم كمصادر أخرى إلى جانب السوق النقدية في عملية توفير السيولة البنكية

اللازمة مع إظهار نقاط القوة والضعف في السوق النقدية الجزائرية.

¹ Idem, article 04.

² -Idem, article 05.

المطلب الأول: إعادة التمويل والسوق النقدية:

يعتبر مشكل السيولة حاجز أو عائق أمام البنك للقيام بدوره والمحافظة على توازنه، خاصة للوفاء بتعهداته تجاه المودعين ومستعملي القروض، الأمر الذي يدفع بالبنك إلى إعادة التمويل لدى البنك المركزي والسوق النقدية.

حيث تمكن عمليات تحريك السندات على مستوى البنك المركزي أو لدى الآخرين من إعادة تمويل البنوك التجارية، كما تستطيع هذه الأخيرة وانطلاقاً من مصادر تمويلية أخرى من خارج السوق النقدية الحصول على السيولة اللازمة للخزينة البنكية وتتمثل تلك المصادر في إعادة الخصم والتسيقات في الحساب الجاري.

وتلقى عملية تسيير الخزينة البنكية أهمية بالغة لدى المؤسسات البنكية، خاصة وأن هذه العملية تواجه قيود مثل باقي المؤسسات المالية الأخرى، لذلك تعتمد غالبية البنوك على النظام المركزي للمقاصة بين حركة الأموال في الاتجاهات المعاكسة على مستوى الشبايك لتتحمل الخزينة المركزية مهمة التوازن الكلي، حيث يتم تجميع السيولات الفائضة لتغطية الاحتياجات الأخرى، وتسوى متاحات البنك بتدخلاتها المناسبة في السوق النقدية باحترام قواعد تسيير الممتلكات المفروضة من بنك الجزائر.

الفرع الأول: أثر عمليات الزبائن على خزينة البنك

إن تطور الخزينة البنكية يحدث من خلال سير نشاطات البنك والقيود المفروضة من قبل السلطات النقدية في إطار توجيه القرض، فضلاً عن أنهما عاملان أساسيان في تشكيل توازن خزينة البنك.

ومن جهة أخرى تؤثر عمليات الإيداع والسحب على خزينة البنك حيث نجد:

- عندما يريد الزبون سحب أمواله المودعة في حسابه، يقوم البنك بدوره بتلبية طلب سحب الأموال من حسابه المفتوح لدى بنك الجزائر.

- والعكس في حالة الإيداعات التي يقوم بها الزبون في حساب خاص به لدى البنك، الأمر الذي يساهم في زيادة المتاحات التي تحول إلى مؤسسة الإصدار.

بالإضافة إلى ذلك يتأثر النظام البنكي في محمله بشكل سلبي بتسربات نقدية تحدث خارجاً، وذلك راجع لإستعمال الأعوان الإقتصاديين عدداً من وسائل الدفع المختلفة الطبيعية لتنفيذ صفقاتهم، وتحدث هذه الأدوات حركات الأموال بين البنوك التي تتم بالنقد المركزي ولو أن هذه الحركات تتم إلا بين البنوك فإننا لا نجد أي تسربات نقدية على حساب النظام البنكي.

الفرع الثاني: تسربات خارج الدائرة المصرفية.

ينتج عن تبادلات الودائع البنكية بالأوراق النقدية انخفاض في موجودات البنك بسبب التسرب النقدي خارج المنظومة البنكية.

كما أن هناك تسربات نقدية تتمثل في الأموال المدفوعة من البنوك إلى بقية دوائر النظام النقدي، وهذه الأخيرة تتمثل في مراكز البريد والخزينة العمومية.

الفرع الثالث: الاحتياطي الإجباري لدى حساب بنك الجزائر.

لكل بنك تجاري حساب مفتوح لدى بنك الجزائر، وتمثل الودائع جزء كبير من الإلتزامات البنكية، الأمر الذي يجعل السيولة البنكية تحت الرقابة المباشرة لبنك الجزائر.

ولرفع ارتباط البنوك تجاه دوائر إعادة التمويل والسوق النقدية أصدر بنك الجزائر التعليمات رقم 94/73 المؤرخة في 1994/11/28 المتعلقة بتكوين الاحتياطات الإلزامية، وبموجبها البنوك والمؤسسات المالية مجبرة بتكوين مبلغ أدنى من الاحتياطي الإجباري على شكل ودائع لدى بنك الجزائر، حددت بـ 2.5% من مجمل الودائع بالدينار وبمختلف أنواعها " ودائع تحت الطلب، لأجل، دفاتر الاحتياط، سندات الصندوق.... إلخ¹.

فرفع نسبة الاحتياطي الإجباري من طرف بنك الجزائر من شأنها أن تجمد جزء من حجم السيولة الحرة، الأمر الذي يدفع البنك التجاري إلى تخفيض كمية الموارد الموجهة للإقراض وربما إلى استدعاء كمية من الائتمان الممنوح، ونتيجة لذلك تنخفض السيولة البنكية، وتتقلص التدخلات في السوق النقدية، ومن ثمة شدة تبعية البنوك التجارية إلى بنك الجزائر.

أما في الحالة العكسية، فإن تخفيض نسبة الاحتياطي الإجباري من طرف بنك الجزائر من شأنها أن تزيد من حجم الأرصدة النقدية الحرة، وبالتالي يستطيع البنك التجاري التصرف فيها ويزيد من فرص تدخله في السوق النقدية.

وقد تم وضع هذا النظام ليزيد من تدعيم وتقوية سلطة المراقبة الممارسة من بنك الجزائر على المنظومة البنكية.

وتمتد المدة المخصصة لتكوين الاحتياطات الإلزامية من اليوم الخامس عشر من كل شهر إلى اليوم الرابع عشر من الشهر الموالي².

وتقوم كل من البنوك والمؤسسات المالية في اليوم العاشر الذي يلي نهاية الفترة المحددة لتكوين الاحتياطات بإرسال تصريح بودائع الشهر الموافق لبداية فترة تكوين الاحتياطات المعنية إلى بنك الجزائر، وفي حالة عدم التصريح في الآجال المحددة سيقوم بنك الجزائر الاحتياطات الإجبارية وفق ما اعتاد عليه أي على أساس ودائع الشهر السابق.

¹ - التعليمات رقم 73-94 الصادرة في 1994/11/28، المتعلقة بتكوين الاحتياطات الإلزامية المادة 02.

² - التعليمات رقم 73-94، مرجع سابق، المادة 03.

وتنص المادة 11 على أنه في حالة عدم تشكيل احتياطات كافية لفترة معتبرة لبنك أو مؤسسة مالية، فإن هذا البنك أو المؤسسة المالية مجبرة على تقديم تفسير لمحافظ بنك الجزائر الذي يمكن أن يمنح لها مدة استثنائية لتكوين الاحتياطي أو يقترح عقوبات إدارة للجنة البنكية¹.

وبالنظر إلى الاعتماد الكبير على أداة الاحتياطي الإجباري فقد استوجب الأمر تعديل نظامها بشكل مستمر وهذا تماشيا مع التطورات التي تحدث في السيولة البنكية ولتفعيل دور البنوك والمؤسسات المالية في السوق النقدية.

وبداية هذه التعديلات كانت بتحديد نسبة الاحتياطي الإلزامي بـ 4% انطلاقا من 15 فيفري 2001، وهذا مقابل النسبة السابقة 2.5% والتي كانت سائدة منذ سنة 1994².

ثم تم تخفيض معدل الاحتياطي الإلزامي من نسبة 4% إلى 3% في 15 ماي 2001³. وهذا بسبب الاستقرار الذي عرفته الأرصدة النقدية الحرة للبنوك خلال الثلاثي الثاني. وأعيد رفع معدل الاحتياطي الإلزامي في 15 ديسمبر 2001 إلى 4.25% وذلك بصور تعليمية أخرى معدلة من طرف بنك الجزائر وُقِم 06-2001⁴. ويرجع هذا الارتفاع في النسبة إلى الزيادة المسجلة في الأرصدة النقدية الحرة خلال شهري أكتوبر ونوفمبر، وبداية ظهور فائض السيولة في ديسمبر 2001.

وقد صدرت التعليمية رقم 02-04 المتعلقة بنظام الاحتياطات الإجبارية من أجل تطبيق المادة 18 من القانون رقم 02-04 الصادر في 12 محرم 1425 الموافق لـ 04 مارس 2004 والمحدد لشروط تكوين مبلغ أدنى من الاحتياطات الإجبارية من أجل تثبيت الشروط الفعلية لتشكيل الاحتياطات الإجبارية من طرف البنوك⁵.

كما نصت المادة الثانية من نفس التعليمية 02-04 على أن وعاء الاحتياطي الإلزامي يتمثل في الودائع بالدينار بكل أنواعها من ودائع تحت الطلب وودائع لأجل والودائع المقدمة للاستيراد، ودفاتر وسندات الإدخار وسندات الخزينة البنكية وودائع أخرى.

وتم أيضا تحديد معدل الاحتياطي الإلزامي في المادة الثالثة من نفس التعليمية السابقة 02-04 بـ 6.5% من وعاء الاحتياطات المبين في المادة 02 أعلاه، وهذا الارتفاع في النسبة نتيجة فائض السيولة في السوق النقدية.

¹ - صالح مفتاح، النقود والسياسات النقدية مع الإشارة لحالة الجزائر (1990-2000)، مرجع سابق، ص 285.

² - التعليمية رقم 01-2001 الصادرة في 11/02/2001 المتعلقة بنظام الاحتياطي الإجباري المادتين 04 و 05.

³ - Instruction n 4-01 du 03/05/2001 modifiant L'instruction n 01 - 2001 relative au régime de réserve obligatoire.

⁴ - Instruction n06-2001 du 06/12/2001 modifiant L'instruction n 01 - 2001 du 11/02/2001 relative au régime de réserve obligatoire, article 1.

⁵ - Instruction n02-04 du 03/05/2004 relative au régime de réserves obligatoire, article 1.

إلى جانب ذلك حددت نسبة المكافأة على الاحتياطات الإلزامية المشكلة بـ 1.75% سنوياً، وهذا ضمن المادة الرابعة من نفس التعليم، حيث تحسب المكافأة وفق الصيغة التالية:

$$Rt = Ai \times Ni \times P / 360$$

Rt: المكافأة المدفوعة من بنك الجزائر على أرصدة الاحتياطي الإلزامي خلال مدة تكوينها t.
Ai: أرصدة الاحتياطي الإلزامي المكونة خلال مدة التشكيل t، ولا تؤخذ في الحساب المبالغ التي تتجاوز الحد المطلوب.

Ni: عدد الأيام

P: معدل الفائدة الخاص بمكافأة أرصدة الاحتياطي الإلزامي.

في حين معدل العقوبة لعدم تشكيل أو نقص في تشكيل الاحتياطات الإلزامية حدد بزيادة نقطتين إلى معدل الفائدة التي تدره الاحتياطات الإلزامية (المكافأة)، وهذا ما جاءت به المادة الخامسة من التعليم المذكورة آنفاً وحساب هذه العقوبة يتم بالصيغة التالية:

$$Pt = Bi \times Ni \times P_1 / 360$$

Pt: العقوبة الموافقة لعدم التشكيل الكافي لأرصدة الاحتياطي الإلزامي.

Bi: المبلغ المتوسط لأرصدة الاحتياطي الإلزامي غير المشكلة.

Ni: عدد الأيام

P₁: معدل العقوبة

كما أن المادة السابعة من نفس التعليم المقدمة سلفاً (التعليم رقم 02-04) تلغي وتأخذ مكان التعليم رقم 01-2001 المؤرخة في 11 فيفري 2001 المعدلة والمتممة والمتعلقة بنظام الاحتياطي الإلزامي.

الفرع الرابع: تسوية إحتياجات السيولة بالاحتياطات النقدية.

انطلاقاً من أهمية السيولة البنكية داخل المنظومة المصرفية ومع الأخذ بعين الاعتبار مبالغ الاحتياطي الإلزامي الواجب تشكيلها، تخرج الخزينة البنكية رصيدا في نهاية كل يوم يمثل قدرة أو احتياج للتمويل، مع العلم أن للبنوك حسابات جارية مفتوحة لدى بنك الجزائر من أجل الاحتياطات النقدية المرتبطة بخزينة البنوك، وبواسطة الحساب المركزي لدى بنك الجزائر يُجمع رصيد الخزينة المركزية الفائض أو العجز من النقود المركزية الناتجة عن حركات الأموال والرصيد الناتج عن حصص المقاصة (المادة 84 من قانون النقد والقرض 90-10) ويتم توظيف الفائض النقدي لدى بنوك أخرى تعاني عجز في السيولة وتبحث عن نقد مركزي داخل السوق النقدية.

المطلب الثاني: عمليات إعادة التمويل خارج السوق النقدية وتقييم السوق.

ظل النظام المالي الجزائري طيلة عشرية التسعينيات مطابقا لاقتصاد الاستدانة حيث كانت أغلب التمويلات تتم من خلال القروض البنكية. وتميز الجهاز البنكي بوضعية اللسيولة الهيكلية *illiquidité structurelle* الأمر الذي جعله شديد الارتباط ببنك الجزائر من أجل إعادة التمويل

الفرع الأول: أداة إعادة الخصم

عبارة عن وسيلة تلجأ البنوك التجارية بموجبها إلى بنك الجزائر للحصول على السيولة مقابل التنازل عن السندات، قامت تلك البنوك ذاتها بخصمها في مرحلة سابقة. وتعتبر عملية إعادة الخصم من أقدم التقنيات التي استعملها بنك الجزائر في التأثير على السيولة البنكية، حيث تميزت عملية إعادة الخصم في فترة سابقة بمعدل خصم ثابت ومنخفض يقل عن جميع معدلات الفائدة الأخرى، وذلك مقابل إعادة تمويل الجهاز البنكي بإعادة خصم الأوراق المالية من طرف بنك الجزائر.

وكان هذا الانخفاض في معدل إعادة الخصم في فترة التسعينيات حيث انخفض ذلك المعدل عن جميع معدلات الفائدة السائدة في ذلك الوقت، وذلك راجع إلى أن النظام البنكي كان يعاني من عجز هيكلي في السيولة، لكن مع فائض السيولة أصبحت تلك أكبر حتى من معدلات الفائدة في السوق النقدية خاصة في سنة 2004.

وتمثل سياسة إعادة الخصم الأداة الأكثر استعمالا من طرف بنك الجزائر في عملية إعادة تمويل البنوك التجارية والمراقبة للسيولة البنكية، فعملية إعادة تمويل البنوك تتم في إطار سقف محدد مسبقا لكل مؤسسة قرض، بحيث يتم تحديد هذا السقف كل ثلاثة أشهر بالاعتماد على نجاعة البنوك في استعمال السيولة ووضعها في متناول الأعوان الاقتصاديين، وهذا وفقا للسياسة النقدية المسطرة من طرف السلطات النقدية¹

أي أن مؤسسة الإصدار تحدد سقفا إجماليا، وفي إطاره يحدد سقفا لكل بنك على أساس المتغيرات التي تخصه².

ويكون سقف إعادة الخصم داخل السقف الإجمالي لإعادة التمويل حيث أن القروض أو جزء من القروض غير القابلة لإعادة الخصم يمكنها أن تقدم إلى إعادة التمويل عن طريق عمليات الأخذ أو المنح بالأمانة.

¹ - تعليمة بنك الجزائر رقم 91-07 الصادرة في 03 أبريل 1991 المتعلقة بتطهير البنوك التجارية وإعادة تمويلها.

² - علي توفيق الصادق وآخرون، السياسات النقدية في الدول العربية، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، صندوق النقد العربي، العدد الثاني، أبو ظبي، 1996، ص ص 309-310.

أولاً: المراقبة البعدية:

بظهور قانون استقلالية المؤسسات العمومية والذي يتضمن استقلالية البنوك استفادت هذه الأخيرة من مسؤولية أكثر في التسيير وفي منح القروض، وهذا بعد إلغاء المراقبة المسبقة للقروض الممنوحة للاقتصاد والتي اعتمدت على إجراءين مكملين هما الترخيص المسبق واتفاقية إعادة الخصم*، وأصبحت عملية إعادة الخصم تعتمد على إجراء جديد يتميز بالمراقبة البعدية للقروض لتحل محل المراقبة المسبقة للقروض.

وتسمح هذه الرقابة للقروض عن طريق بنك الجزائر:

- تقييم مستوى المخاطرة التي تتحملها مؤسسات القرض.
 - إجراء تصنيف للمؤسسات المستفيدة من القروض من خلال معايير التسيير.
 - تحفيز البنوك على منح القروض للمؤسسات مقابل إحضار ملف يحمل كل عناصر التقييم.
- وعملياً ترسل البنوك التجارية ملفات القروض للمؤسسات المستفيدة إلى بنك الجزائر، وهذا في إطار الرقابة المفروضة على القروض الموزعة للاقتصاد من طرف البنوك، إذ تلتزم هذه الأخيرة بإرسال تلك الملفات خلال مدة أقصاها شهر واحد من منح القروض بالنسبة للقروض قصيرة الأجل، وثلاثة أشهر بالنسبة لقروض الخزينة، أما القروض المتوسطة والطويلة الأجل فمُنذ تاريخ منح القرض أو منذ تاريخ تجديده¹.

والجدول الموالي يبين السقف الأدنى للقروض الممنوحة كما يلي:

الجدول رقم (23): أدنى سقف للقروض لطلب إعادة الخصم في الجزائر الوحدة: مليون دج

المؤسسات العمومية الوطنية	المؤسسات العمومية المحلية	المؤسسات الخاصة الوطنية	
100	20	1	قروض قصيرة الأجل
30	10	5	قروض طويلة الأجل

المصدر: بنك الجزائر

وتجدر الإشارة إلى أن لبنك الجزائر إمكانية طلب إرسال كل الملفات الخاصة بالقروض الممنوحة من قبل البنوك للقيام بالمراقبة البعدية.

ثانياً: سير إجراءات إعادة الخصم.

تستند عملية إعادة الخصم إلى مجموعة من الإجراءات، يتولى بنك الجزائر تنفيذها، وتتمثل هذه الإجراءات في :

- تحديد الحصص

*: بالنسبة لهذه الأخيرة أنظر التعلية الصادرة من البنك المركزي الجزائري رقم 15 المؤرخة في 13 فيفري 1963 المتعلقة بإعادة الخصم.

¹ - منشور بنك الجزائر رقم 003 المؤرخ في 28 ماي 1989 المتعلق بالرقابة البعدية للقروض.

- ملفات إعادة الخصم
- تطور معدل إعادة الخصم

1- تحديد الحصص:

تبعاً لأهداف السياسة النقدية المسطرة والمحددة في القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقروض، يعمل بنك الجزائر في كل ثلاثي نقدية (03 أشهر) على تحديد مايلي لبنوك القطاع المصرفي:

أ- السقف الإجمالي لإعادة التمويل لكل بنك:

وهو المبلغ الإجمالي الذي يتضمن سقفا لإعادة الخصم، وكل ما يتجاوز هذا السقف يعاقب بمقدار 2.5%. علماً أن هذا السقف يحدد على أساس نشاط البنك ووضعيته المالية على المستوى الوطني.

ب- سقف إعادة الخصم داخل السقف الإجمالي لإعادة التمويل:

وتتمثل المعايير المتبعة من طرف بنك الجزائر لتحديد حصة كل بنك فيما يلي:

- الودائع تحت الطلب للعائلات وللمؤسسات الخاصة، وكذا الودائع لأجل بما فيها سندات الصندوق.
 - مستحقات مجمدة وأخرى مدعمة.
 - التدفق الصافي للقروض مع باقي الاقتصاد بالمقارنة مع إعادة التمويل.
- ويبين الجدول الموالي سقف إعادة التمويل الإجمالي بما فيها إعادة الخصم لبعض البنوك.

جدول رقم (24): مساهمات بنك الجزائر في البنوك في 28/06/2005. الوحدة مليون دج

البنوك	سقف إعادة التمويل	حصص إعادة الخصم	المبالغ			الالتزامات عند بنك الجزائر	نسبة إعادة التمويل الإجمالي
			إعادة الخصم	مناقصة القروض	الأمانة		
BNA حيث الأوراق عمومية	71.500.00 19.500.00	32.200.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00
BEA حيث الأوراق عمومية	87.200.00 11.000.00	40.600.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00
BADR حيث الأوراق عمومية	59.600.00 16.800.00	25.600.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00
CPA حيث الأوراق عمومية	59.700.00 11.500.00	20.900.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00
BDL حيث الأوراق عمومية	23.000.00 7.200.00	12.400.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00
BARAKA حيث الأوراق عمومية	0.00 0.00	0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00 0.00	0.00
المجاميع	301.000.00	131.700.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Source : direction de marchés monétaire et financier (service de reescompte).

2-ملفات إعادة الخصم

إلى جانب سقف إعادة الخصم تتطلب عملية إعادة الخصم تقديم أصناف معينة من الأوراق، وهذا ما جاء به قانون النقد والقرض والنظام رقم 01-2000 الذي يهدف إلى تحديد المعايير والشروط المتعلقة بعمليات إعادة الخصم للسندات العمومية والخاصة وعمليات منح القروض للبنوك والمؤسسات المالية.

ولبنك الجزائر إمكانية إعادة الخصم لصالح البنوك والمؤسسات المالية لسندات ممثلة لعمليات تجارية وكذا سندات التمويل والسندات التي تمثل قروضا متوسطة الأجل.

- ويجب على هذه السندات المقبولة لإعادة الخصم من قبل بنك الجزائر أن:¹
- تستوفي شروط الشكل والمضمون المنصوص عليها في القانون التجاري
 - تكون مطابقة لأحكام القانون رقم 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 المعدل والمتعلق بالنقد والقرض
 - تنشأ بمقدار مبالغ تطابق القروض المستعملة فعلا من طرف المستفيد
 - تكون مقومة بالعملة الوطنية
- وبتفصيل أكبر تتكون الملفات الموجهة لإعادة الخصم من:
- **سندات خاصة :** والمتمثلة في:
 - السندات الممثلة لعمليات تجارية على الجزائر وعلى الخارج، بحيث هذه السندات يجب أن تحمل توقيع ثلاثة أشخاص طبيعية أو معنوية، وعلى الأقل أن تتميز صراحة بالملاءة ومن ضمنها المتنازل، ويجب أن لا تتجاوز المدة المتبقية للسندات قبل الاستحقاق ستة أشهر.
 - وبالإضافة إلى ذلك فإنه يمكن أن يحل محل إحدى الامضاءات ضمانات مثل:
 - * سند التخزين (ورقة ضمان متعلقة بإيصال يثبت إيداع البضائع في المخازن العمومية)
 - * إيصال البضائع
 - * وثائق شحن أصلية لأمر خاصة بالبضائع المصدرة من الجزائر المصحوبة بالوثائق المألوفة.
 - السندات الممثلة لقروض قصيرة الأجل أو لقروض موسمية، وهذه السندات تحمل توقيع شخصين طبيعيين أو معنويين على الأقل يتميزان صراحة بالملاءة.
 - وتكون هذه السندات قابلة لإعادة الخصم فيما يخص آجال أقصاها ستة أشهر دون أن تتجاوز المدة الكلية لقرض بنك الجزائر إثني عشرة شهرا².
 - السندات الممثلة لقروض متوسطة الأجل، فبالإضافة إلى توقيع المتنازل، توقيع شخصين طبيعيين أو معنويين يتميزان صراحة بالملاءة ويمكن تعويض أحدهما بضمان الدولة³.
 - ويتعين أن ترمي القروض المتوسطة الأجل إلى تحقيق أحد الأهداف التالية:
 - تطوير وسائل الإنتاج
 - تمويل الصادرات
 - بناء المساكن

¹ - نظام رقم 01-2000 المتعلق بعمليات إعادة الخصم والقرض الممنوحة للبنوك والمؤسسات المالية، المؤرخ في 26 جانفي 2000، المادة 02.

² - Media Bank n° 46, Mois Janvier/Fevrier, 2000, P20.

³ - النظام رقم 01-2000، مرجع سابق، المادة 09.

ويحدد الحد الأقصى لخصم السندات المذكورة في الأعلى (السندات الخاصة) المنصوص عليها في المواد من 07 إلى 09 من نفس النظام بـ 50% من القيمة الإسمية وهذا حسب نوعيتها¹.

• السندات العمومية:

إن السندات العمومية الصادرة أو المضمونة من طرف الدولة تكون قابلة للخصم مصرفيا عندما تساوي أو تقل المدة المتبقية من استحقاقها ثلاث أشهر، وهذه السندات تتمثل في:

- سندات الخزينة القصيرة الأجل التي تقل أو تساوي مدتها عن السنة.
- سندات الخزينة المتوسطة الأجل التي تتراوح مدتها بين 02 و 05 سنوات .
- السندات طويلة الأجل التي تفوق مدتها 05 سنوات.

ويمكن أن تقبل للخصم من ضمن السندات العمومية المذكورة آنفا السندات لتي تفوق المدة المتبقية من استحقاقها ثلاثة أشهر وتقل أو تساوي ثلاث سنوات، وهذا عند استحقاق متفق عليه لا يتجاوز الستين يوما، كما يجب أن لا يتجاوزها الخصم 90% من القيمة الإسمية للسندات².

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن أن يتجاوز في أي وقت من الأوقات، المبلغ الكلي القائم للعمليات الخاصة بالسندات العمومية المحققة من طرف بنك الجزائر عشرين بالمئة من الإيرادات العادية للدولة المسجلة خلال السنة المالية السابقة، وهذا ما نصت عليه المادة السادسة من نفس النظام.

3- تطورات معدل إعادة الخصم في الجزائر:

لقد بقي معدل إعادة الخصم ثابتا بنسبة 3.75% من سنة 1963 إلى سنة 1972 وبنسبة 2.75% من سنة 1972 إلى سنة 1986، لكن عندما منحت للسياسة النقدية دور نسبي في مجال عملها ابتداء من 1986، نجد أن هذا المعدل قد ارتفع إلى 5% في ماي 1989 ليصل إلى 10.5% خلال الفترة الممتدة من ماي 1989 إلى أفريل 1990، وهذا الارتفاع في المعدل يهدف إلى محاربة التضخم الذي شهد ارتفاعا شديدا خاصة مع بداية سنة 1990.

وفي الحقيقة مرت عملية إعادة الخصم في الجزائر بفترتين مختلفتين، فترة تتعلق بمراقبة مسبقة للقروض أما الأخرى فترتبط بمراقبة بعدية للقروض.

أ- الفترة الأولى:

فمن سنة 1963 إلى سنة 1989 تم تطبيق المراقبة المسبقة للقروض، وتطلب هذا الإجراء اللجوء إلى عمليتين مكملتين متمثلتين في : عملية الترخيص المسبق، وإتفاقية إعادة الخصم.

وبناء على التعليم رقم 15 الصادرة في 13 فيفري 1963 المتعلقة بإعادة الخصم، تم تطبيق عملية الترخيص المسبق، وتتص هذه العملية أن منح القروض سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة المدى من قبل البنوك التجارية لفائدة المؤسسات حيث مبلغ القرض يساوي أو يفوق مليون دينار

¹- المرجع السابق، المادة 11.

²- لمرجع السابق، المادة 15.

جزائري لا يتم تنفيذه إلا إذا رافق ذلك الشرط ضمان احتياطي مسبق من البنك المركزي الذي يقرر منفعة القروض في الاقتصاد.

أما فيما يتعلق باتفاقية إعادة الخصم، فإنه لا يتم قبول الأوراق المقدمة من طرف البنوك التجارية لإعادة الخصم على مستوى البنك المركزي، إلا بعد دراسة ملفات القروض، ومن ثمة لكون البنوك ملتزمة بتقديم ذلك بشكل مسبق إلى البنك المركزي، ومن خلال هذه الملفات يستطيع البنك المركزي القيام بتحليل مالي للمؤسسات المالية المستفيدة من القروض، ويهدف ذلك إلى تقييم مستوى الخطر البنكي الذي من خلاله يقرر البنك المركزي قبول تنفيذ عملية إعادة الخصم أو رفض ذلك.

ب- الفترة الثانية:

تم التطرق إليها سابقا، حيث ظهر هذا الإجراء الجديد لإعادة الخصم الذي يعرف ويتميز بالمراقبة البعيدة للقروض الممنوحة للاقتصاد ابتداء من 18 جوان 1989، وهذه الآلية مثلما ذكرنا آنفا قد ألغت وأخذت مكان المراقبة المسبقة التي كانت جارية مسبقا وكان ذلك بموجب نص من المنشور رقم 003 المؤرخ في 28 ماي 1989 وبالتالي فإن عملية إعادة الخصم كانت بمثابة إجراء آلي للبنوك لإعادة التمويل من البنك المركزي من خلال معدل ثابت لفترات طويلة.

والجدول الموالي يبين تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر

الجدول رقم (25): تطور معدل إعادة الخصم في الجزائر

التاريخ	المعدل %	التاريخ	المعدل %
من 90/05/02 إلى 90/05/21	7.00	من 98/02/09 إلى 99/09/08	9.50
من 90/05/22 إلى 91/09/30	10.5	من 99/09/09 إلى 2000/01/26	8.50
من 91/10/01 إلى 94/04/09	11.5	من 2000/01/27 إلى 2000/10/21	7.50
من 94/04/10 إلى 95/08/01	15.0	من 2000/10/22 إلى 2002/01/19	6.00
من 95/08/02 إلى 96/08/27	14.0	من 2002/01/20 إلى 2003/05/31	5.50
من 96/08/28 إلى 97/04/20	13.0	من 2003/06/01 إلى 2004/03/07	4.50
من 97/04/21 إلى 97/06/28	12.5	من 2004/03/08 إلى يومنا هذا	4.00
من 97/06/29 إلى 97/11/17	12.0		
من 97/11/18 إلى 98/02/08	11.0		

المصدر: مديرية الأسواق النقدية والمالية لبنك الجزائر

إنطلاقا من الجدول أعلاه نجد أن معدل إعادة الخصم قد تم رفعه من 10.5% سنة 1990 إلى 11.5% سنة 1994، وهذا من أجل الحد من قدرة البنوك على منح الإئتمان بسبب إرتفاع معدل التضخم إلى أعلى مستوياته خلال سنتي 1994 و 1995 بنسبة 29%.

كما تمت الزيادة في معدل إعادة الخصم إلى 15% في 1995 بعد أن كان 11.5% في سنة 1994 وذلك للتأثير في معدل كلفة إعادة التمويل لتصبح بين 17% و 18% سنة 1995، والنتيجة رفع أسعار الفائدة المدينة لدى البنوك بين 20% و 24% ومن ثمة ارتفاع تكلفة الإقراض. وتجدر الإشارة إلى أن سعر الفائدة في السوق البنكية قد انخفض من 18.2% في جوان 1997 إلى 6.5% في 2004، والانخفاض المسجل في معدل إعادة الخصم من 11.5% عام 1994 إلى 9.5% سنة 1999 يعكس النقص المسجل في السيولة لدى البنوك التي لجأت لإعادة التمويل من بنك الجزائر.

وقد استمر معدل إعادة الخصم في الانخفاض خلال الفترة سبتمبر 1999 وجانفي 2000 بنسبة 8.5% نتيجة التحسن في مجال تباطؤ وتيرة التوسع النقدي والتحكم في التضخم، واستمر انخفاض معدل إعادة الخصم إلى أن ثبت عند النسبة 4% وهذا مؤشر يعبر عن التحسن في مستويات التضخم وانعدام إعادة التمويل لدى بنك الجزائر بسبب فائض السيولة الذي بدأ منذ سنة 2000.

ثالثا: أهمية إعادة الخصم في بداية التسعينات:

لقد أدى ارتفاع معدل الفائدة في السوق النقدية وكذا معدل الفائدة المطبق على السحب على المكشوف في الحساب الجاري لدى بنك الجزائر، إلى التوجه المتزايد نحو إعادة التمويل لدى بنك الجزائر.

وكنتيجة لذلك قام بنك الجزائر بزيادة الحصص الإجمالية لإعادة الخصم المخصصة لتلك البنوك، وقد أدى التخفيض في تكلفة إعادة التمويل إلى تخفيف العبء على معدلات الفائدة المدينة للبنوك.

ويبين الجدول التالي إحصائيات حول إعادة التمويل من طرف بنك الجزائر خلال سنة 1998

جدول رقم (26) : مبالغ إعادة التمويل لدى بنك الجزائر خلال سنة 1998

المدة	98/02/28	98/04/30	98/06/30	98/08/31	98/10/31	98/12/31	المجموع
إعادة الخصم	130496.75	137193.10	142618.08	122099.99	114499.93	123094.66	770002.51
الأمانة	5000.00	1100.00	0.00	7601.00	0.00	15926.00	29627.00
المزايدة	32000.00	29000.00	14500.00	25500.00	53520.00	97000.00	251520.00
المجموع	167496.75	167293.10	157118.08	155200.99	168019.93	236020.66	1051149.51

المصدر: مديرية الأسواق النقدية والمالية لبنك الجزائر.

من خلال الجدول نجد أن حصة الأسد من القروض الممنوحة تعود لعملية إعادة الخصم، وهذا راجع لقلة تكلفتها بالنسبة للبنوك وقلة خطورتها بالنسبة لبنك الجزائر، وهذا بالمقارنة مع أداة السوق النقدية ومكشوف البنوك، التي فيهما كانت تكلفة القروض أكبر، وبالتالي ظهرت أداة إعادة الخصم كوسيلة مفضلة لإعادة التمويل للبنوك خاصة خلال التسعينيات.

رابعاً: تقييم وفعالية أداة إعادة الخصم في الجزائر.

تعتبر أداة إعادة الخصم إحدى الأدوات الأساسية في السياسة النقدية، يستعملها بنك الجزائر في التأثير في مقدرة البنوك التجارية على منح القروض بالزيادة أو النقصان هذا من جهة، ومن جهة أخرى تستعمل كأداة لإعادة تمويل تلك البنوك. إلا أن بنك الجزائر وإلى غاية 1986 لم يستعمل معدل إعادة الخصم كوسيلة لمراقبة البنوك وإنما استعملها فقط بغرض تزويد البنوك بالسيولة التي هي في حاجة إليها لذلك نجد بقاء هذا المعدل ثابت لفترات أطول.

ثم عمد بنك الجزائر إلى رفع ذلك المعدل من 7% في سنة 1990 إلى معدل 15% في سنة 1995، وهذا من أجل السيطرة على مستويات التضخم من خلال التحكم في قدرة البنوك على منح القروض، لكن بعد تلك الفترة بدأ معدل إعادة الخصم في الانخفاض تدريجياً، فبعدما كان في سنوات التسعينيات في ارتفاع مستمر (رغم حاجة البنوك للسيولة نتيجة عجزها) أصبح هذا المعدل في السنوات الأخيرة (من سنة 2000 إلى 2004) في تراجع وذلك لتشجيع الاستثمار في الاقتصاد الوطني. ورغم أن البنوك كانت تفضل اللجوء المتواصل لإعادة التمويل لدى بنك الجزائر لتغطية إحتياجاتها من السيولة، وهذا لكونه أقل تكلفة مقارنة بمعدلات الفائدة الدائنة للإدخار.

إلا أن هذا الحماس في إعادة تمويل القروض غير المجدية يدل على أن أساس التدفقات المقرضة لتمويل الاقتصاد هو الهروب الواسع للأوراق المالية سواء القانونية أو الكتابية، كما يبين عدم فعالية معدل إعادة الخصم الذي لا يعكس فعلاً التكلفة الحقيقية لإعادة التمويل¹.

فمثلما ذكرنا سابقاً أن فعالية أداة معدل إعادة الخصم في تحقيق أهدافها يتوقف على وجود واتساع سوق نقدية ومالية منتظمة لتداول الأوراق المالية والتجارية والتي يمكن أن توجه لإعادة الخصم في حالة الحاجة للسيولة، وأن يكون لسعر الفائدة أهمية في النفقات الكلية للإنتاج، بالإضافة إلى درجة إعتدال البنوك التجارية على البنك المركزي في الحصول على القروض باعتبارها المقرض الأخير، وكذلك حالة النشاط الاقتصادي ونوع الأنشطة التي تمولها البنوك التجارية.

ومن ثمة عدم قدرة بنك الجزائر في السيطرة على السيولة البنكية بشكل كافٍ عبر أداة إعادة الخصم، وبالتالي عدم قدرته على توزيع القروض بما يتوافق مع أهداف السياسة الاقتصادية الأمر الذي دفع به إلى استعمال أداة أكثر فاعلية تتمثل في السوق النقدية.

الفرع الثاني: التسبيقات في الحساب الجاري

تعتبر التسبيقات التي تحصل عليها البنوك من بنك الجزائر عن الوضعية المدينة لحسابها الجاري لدى هذا الأخير.

¹ - خالدي محمد، مرجع سابق، ص 82.

فلتفادي أي انكماش بالاقتصاد سمح البنك المركزي للبنوك التجارية من أن تستفيد من مصدر تمويلي جديد، يتمثل في تسبيقات ممنوحة بدون حدود ومن دون أي مراقبة¹.

ويعتبر ظهور التسبيقات في الحساب الجاري (المكشوف البنكي) لدى البنك المركزي إنطلاقاً من سنة 1981 كتغطية في اللحظة الأخيرة للبنك التجاري لما تبقى له من حاجة للنقد، تعسر الحصول عليها من جهات أخرى، وذلك باعتبار البنك المركزي بمثابة الملجأ الأخير للإقراض للبنوك. خاصة وأن عملية إعادة تمويل البنوك من خلال إعادة الخصم قد أظهرت محدوديتها وارتبطت بوضعية مالية مزرية من خلال:

- معاناة المؤسسات العمومية من مشاكل وصعوبات هيكلية.
- ضيق السوق النقدية الوطنية الذي لم يسمح للبنوك بتغطية إحتياجاتها للسيولة .
- صعوبات في سير المنظومة البنكية.
- الإختلال الوظيفي لنظام التخطيط الذي يأخذ في الحساب إلا الجانب المتعلق بتوزيع القروض.

ومثل هذه الوضعية التي خاصة في الثمانينيات والتسعينيات دفعت بالبنك المركزي إلى إدخال آلية التمويل بالمكشوف البنكي.

وبالتالي يمنح بنك الجزائر هذا النوع من التسبيقات في حال عدم تمكنه من خلال تدخلاته (إعادة الخصم والسوق النقدية) من تغطية الفارق بين الطلب والعرض في السوق النقدية، ويحدد بنك الجزائر معدل فائدة أقصى، حيث تراوح في سنة 1996 في حدود 24%²، بينما بلغ معدل إعادة الخصم 14%.

ويمكن لبنك الجزائر أن يمنح البنوك قروضا بالحساب لمدة سنة على الأكثر ويجب أن تكون هذه القروض مكفولة بضمانات من سندات الخزينة أو بالذهب أو بالعملات الأجنبية أو سندات قابلة للخصم بموجب الأنظمة المتخذة بهذا الخصوص من مجلس النقد والقرض³.

ويجب أن لا يتجاوز مبلغ القرض حداً أقصى تعد نسبته بـ 70% من مبلغ الرهن، وهذا في حالة الرهون التي تتعلق بسندات الخزينة، كما يجب أن لا يتجاوز مبلغ القرض حداً أقصى تعد نسبته بـ 50% من مبلغ الرهن، وهذا في حالة الرهون التي تتعلق بالسندات الخاصة التي يمكن أن تقبل للخصم⁴.

¹ - Abdelkrim Naas, le Système bancaire Algérien (de la décolonisation à l'économie de marché), édition INAS, Paris, 2003, P 98.

² - Yahaoui Mohammed « la banque d'Algérie et la régulation de la liquidité bancaire », Mémoire de Fin d'études Supérieur Spécialisée en banque, école Supérieure de commerce, 1996, P 50.

³ - الأمر رقم 03-11 المعدل والمتمم لقانون النقد والقرض - الجريدة الرسمية، العدد 52، الصادرة في 28 جمادى الثانية عام 1424 الموافق لـ 27 أغسطس 2003، المادة 43.

⁴ - النظام رقم 01-2000، مرجع سابق، المادتين 19 و 20.

وفي حالة ما انخفضت قيمة الرهن بـ 10% يلتزم المقترض بتغطية لصالح بنك الجزائر تتمثل في جزء من القرض المطابق لانخفاض القيمة¹. وهذه التسبيقات في الحساب الجاري التي يمكن أن تستفيد منها البنوك كقروض عند الحاجة وبصفة إستثنائية تحسم بمعدلات إعادة الخصم العادي مضافا إليه 45 نقطة ابتداء من 18 جوان 1989 إلى غاية 03 سبتمبر 1991، ثم حسمت بمعدل إعادة الخصم مضاف إليه 8.5 نقطة بتاريخ 01 أكتوبر 1991 إلى تاريخ 09 أبريل 1994، ثم إضافة 4.94 في أوت 1995، وبعد هذا التاريخ أصبح معدل التسبيقات في الحساب الجاري لا يرتبط بمعدل إعادة الخصم، وثبت عند نسبة قدرها 24%. ويعتبر هذا الشكل من إعادة التمويل الأكثر تكلفة حيث يطبق فيه معدل فائدة يدعى المعدل الجحيمي (Taux d'enfer)، فهذا المعدل معاقب يتحدد بمثابة عقوبة على الكميات النقدية الممنوحة، وتطورت معدلات التسبيقات في الحساب الجاري كما يلي:

الجدول رقم (27): تطور معدل التسبيقات في الحساب الجاري

التاريخ	المعدل %	التاريخ	المعدل %
من 89/06 إلى 90/05	11.5	من 2001/03 إلى 2002	19
من 90/05 إلى 91/09	15	من 2002 / 2003	19
من 91/09 إلى 94/03	20	من 2004 إلى يومنا هذا	19
من 94/04 إلى 01/02	24		

المصدر: مديرية الأسواق النقدية والمالية لبنك الجزائر

الفرع الثالث: تقييم السوق النقدية الجزائرية

لا تزال السوق النقدية الجزائرية سوقا ضيقة فقد ظهرت بشكل فعلي ابتداء من 18 جوان 1989 كمركز لتبادل رؤوس الأموال ذات الأجل القصير يعتمد نشاطها على الأعوان الماليين الذين هم: البنوك التجارية والمؤسسات المالية غير البنكية، والمستثمرون التأسيسيون فضلا عن أهمية تدخلات بنك الجزائر في هذه السوق. كما تعتبر السوق النقدية الجزائرية سوقا محلية تعكس أهم خصائص الجهاز البنكي حيث يتمثل تقييم هذه السوق في التطرق إلى النقاط التالية:

¹ - المرجع السابق، المادة 21.

أولاً: الجانب التنظيمي للسوق

إن هيكل السوق النقدية الجزائرية مدعم بجانب تشريعي من شأنه وضع تنظيم محكم يسمح بسير العلاقة بين بنك الجزائر والمؤسسات المالية والبنوك في هذه السوق هذا من جهة ومن جهة أخرى بين المؤسسات المالية والبنوك أنفسهم.

فبناء على أهمية الإطار التنظيمي في أي منظمة فإنه في تاريخ 1991 سمح الإطار التنظيمي المنجز من ترسيخ وتثبيت السوق النقدية الجزائرية في ديناميكية الإيداعات المالية وكذلك يعتبر خطوة هامة للتوجه نحو اقتصاد الأسواق المالية.

كما تم إصدار:

- قانون يتضمن إطار عام وضامن لتوسيع ثلاثي سواء للمتدخلين والمنتجات المالية وتدخلات بنك الجزائر، ومعزز لمهمة التعديل النقدي من بنك الجزائر حسب أهداف السياسة النقدية.

- اتفاقيات من المكان مضمية من طرف المشاركين في السوق النقدية وتضمن في نفس الوقت درجة من تهذيب العمليات في السوق النقدية.

وينسجم الجهاز التنظيمي للسوق النقدية مع قانون النقد والقرض 90-10 الذي يشكل المحيط البنكي والمالي لتطوير السوق النقدية وفي نفس الوقت إطار هام للسياسة النقدية، هذا فضلا على أن السوق النقدية الجزائرية ظهرت في سنة 1989 كإحدى إبداعات المخطط النقدي والمالي المسطر من القانون البنكي الصادر في 1986.

ثانياً: شبكة الوسطاء

وتميزت السوق النقدية الجزائرية في فترة معينة باللجوء المستمر للمؤسسات المالية البنكية وغير البنكية إلى بنك الجزائر لإعادة تمويلها، وبانعدام شبكة الوسطاء التي بدورها يتم إنعاش وتطوير السوق النقدية فرض على بنك الجزائر بأن يكون المكلف الرئيسي والحالي بعملية الوساطة لتسيير وضبط السوق النقدية في ظل غياب تلك الشبكة.

حيث يحفظ بنك الجزائر تأثير وقوة السوق النقدية من خلال سلطته التقديرية في التدخل، لكن يستوجب عليه أن يتنازل بشكل تدريجي عن وظيفته كوسيط مجبر لصالح شبكة من الوسطاء الخواص Intermédiaires Privés معتمدين من السلطة النقدية¹.

ثالثاً: عرض الأموال القابلة للإقراض

عملت السوق النقدية في الأصل تحت شكل سوق بنكية بحتة، حيث نفذت الصفقات بتواريخ استحقاق تقل عن 07 أيام، واتسم عرض الأموال القابلة للإقراض بعدم الإعتدال ولتفاذي قلة وشبكة احتكار عرض الأموال القابلة للإقراض تم التفكير في توسيع شبكة المتدخلين في السوق، وهذا ما

¹ - Karim Djoudi, refinancement des banques, média bank, n°34, banque d'Algérie, 1997, P20.

جاءت بع التعليمية رقم 95/28 المتعلقة بتنظيم السوق النقدية حيث بينت المادة 02 إمكانية التدخل لمؤسسات مالية (مستثمرون تأسيسيون) في سوق ما بين البنوك كهيئات عارضة للأموال لتوفير السيولة المطلوبة في السوق هذا من جهة، ومن جهة أخرى تم تمديد آجال التوظيفات في السوق النقدية.

فالبعد التأسيسي للسوق النقدة يجعل منها مكان مفضل لمبادلة الأموال لأجل قصير للمؤسسات المالية البنكية وغير البنكية.

رابعاً: السياسة النقدية وإعادة التمويل في السوق النقدية

تشكل السوق النقدية في الجزائر عنصراً أساسياً لتحقيق الاستقرار النقدي الذي تصبوا إليه السلطات النقدية الجزائرية. فهذه السوق تمثل المصدر الأخير في عملية تمويل المصارف التجارية، وذلك مقابل معدل فائدة قابل للتفاوض، كما يستعمل البنك المركزي هذه الأداة للتأثير على متوسط التكلفة لتمويل البنوك، وبالتالي إمكانية مراقبة الهامش البنكي للقروض المعروضة في سوق الائتمان¹.
فرغم أن السوق النقدية تأسست كفضاء يتسع للمنتوجات المالية والمتدخلين لمبادلة الأموال لأجل قصير فإنها تشكل أيضاً مكان مفضل للسلطة النقدية في التعديل النقدي ومعدل الصرف.

إذ يقوم بنك الجزائر بالتأثير على معدلات الفائدة في السوق النقدية من خلال:

- تثبيت الشروط والمبالغ النقدية التي من خلالها بإمكان المتدخلين في السوق اللجوء إلى بنك الجزائر كملجأ آخر للإقراض.
- تنفيذ مباشر للعمليات في السوق.

وتميل عمليات تحرير معدلات الفائدة في مرحلة تخفيض معدل التضخم إلى التأثير على تعبئة الموارد وتخصيصها من طرف البنوك، وفي السياق الذي تؤثر فيه معدلات الفائدة في السوق النقدية كمعدلات موجهة Taux Directeur في تكوين معدلات الفائدة المدينة. وتسجل هذه الخطوة في ديناميكية توسيع قاعدة التمويل في ميزانية البنوك بشروط السوق النقدية².

وهذه السوق تضمن من خلال توسيع مجموع المتدخلين الماليين مهمة تحديد تكلفة الموارد النقدية، وتأخذ في الحساب السلطة النقدية الهدف النقدي ومعدل الصرف بتثبيت أهداف معدلات الفائدة. كذلك عملية إعادة تمويل النظام البنكي في حالة عدم وجود سيولة في السوق مثلاً في سنة 1995 تستند إلى مساهمات بنك الجزائر الذي في نفس الوقت يتحكم في القاعدة النقدية هذا من جهة، ومن جهة أخرى تحقيق هدف ضمني لمعدل الصرف يتطابق مع ما يسمى بالتسعير الثابت ثم سوق الصرف ما بين البنوك.

¹ - علي توفيق الصادق وآخرون، مرجع سابق، ص 312.

² - Karim Djoudi, Op Cit, P 20.

وحتى تضمن السلطة النقدية نمو للقاعدة النقدية حسب هدف مساهمات بنك الجزائر في النظام البنكي، فإن لبنك الجزائر مجموعة من الآليات سارية المفعول لبلوغ معدل الفائدة المستهدف وأيضا لتعديل سيولة الجهاز البنكي، ومن بين هذه الآليات نذكر مزايدة القروض عن طريق نداء العروض ونظام الأمانات وآلية مزايدة سندات الخزينة العمومية في الحساب الجاري.

مع الإشارة إلى أن سندات الخزينة العمومية أصبحت تصدر بالتطابق مع احتياج خزينة الدولة، وهذا في إطار إدارة سوق احتياجات تمويل الدولة وفق شروط السوق، كذلك يمكن لبنك الجزائر من خلال عمليات الأمانة من تنظيم سيولة الخزائن البنكية ليوم واحد داخل السوق البنكية من خلال تدخلاته اليومية، وتحدث هذه الآلية من التدخل ضمن أهداف مساهمات بنك الجزائر نحو الجهاز البنكي عبر معدل الفائدة وبالتناسق مع استقرار معدل الصرف.

وقد جاء أيضا في التعليم رقم 95/28 المتعلقة بتنظيم السوق النقدية من خلال المادة السادسة، أن العمليات المتعلقة بالسوق المفتوحة والمنفعة التي يمكن تحصيلها من جراء إدخال مثل هذه الآلية في حالة الاقتصاد الوطني هي منفعة ذات بعدين:

فمن جهة تسمح بتقليص الإنشاء النقدي وتنظيم حجم السيولة البنكية، ومن جهة أخرى توفر التمويل اللازم لخزينة كل بنك بدون تضخم.

خامسا: تطوير السوق النقدية:

إضافة إلى ما سبق تعتمد حيوية السوق النقدية على:

* الخزينة العمومية وسوق أوراقها العامة.

* المنتجات المالية وأقسام السوق ومتدخلين جدد.

فإذا جئنا إلى النقطة التي تتعلق بالخزينة العمومية وسوق أوراقها العامة، فيمكن القول أن الاقتصاديات التي يكون فيها الدين العام مرتفع تشكل سوق القيم العامة قصيرة الأجل الركيزة والسبب الأول في إصدار وتطوير السوق النقدية هو إيجاد مكان لتوفير القروض القصيرة الأجل، ففي حالة الجزائر وفي نهاية 1994 مثل الدين العام الداخلي 498 مليار دج أي بمعدل 34% من الناتج الداخلي الخام (PIB).

وتعكس مثل هذه الأرقام أهمية الدين العام الداخلي ضمن إجمالي الدين الداخلي للدولة، من هنا يبرز الدور الأساسي لخزينة الدولة في تطوير السوق النقدية، من خلال إدارة جيدة لدينها الداخلي، وإيجاد طريقة تمويل غير تضخمية في إطار سياسة نقدية فعالة.

كما أن وجود سوق لقيم الخزينة تكون تتدرج ضمن إستراتيجية أكثر شمولية من شأنه أن يعمل على عقلنة وترشيد استخدام النفقات العمومية وتوسيع الإيرادات الضريبية خاصة وأن الأوراق المصدرة من قبل الخزينة العمومية بشروط السوق النقدية وفق صيغة المناقصة لأوراق بتواريخ

استحقاق نمطية من خلال رزنامة منتظمة تشكل تكلفة وطريقة إصدار لها، ويساهم مثل هذا الأمر في إدارة التوازنات العمومية فضلا على أنه أسلوب تمويل جديد.

وما يزيد من فعالية هذا الأسلوب وجود سوق ثانوية تحمل ميزة الشفافية والسيولة، حيث تضم مجموعة من المتدخلين للتفاوض على سندات خزينة الدولة.

أما العنصر الثاني المرتبط بـ:

المنتجات المالية وأقسام السوق والمتدخلون الجدد، فإنه يعتبر بمثابة قاعدة أساسية لنشر نوايا السلطات النقدية في إدارة التوازنات النقدية وأهداف الصرف وزيادة حيوية سياسة الإدخار.

وتعتمد السوق النقدية على الثقة الممنوحة في النهاية الحيدة للعمليات، ويتطلب هذا بشكل موضوعي أن تكون الإمضاءات في السوق ذات أهمية ومكانة حتى لا تسمح بأي شك حول ملاءة المقترض.

بالإضافة إلى ذلك عدا الدولة، يجب أن يقيم كل متدخل في السوق النقدية من خلال وثائق محاسبية من أجل ضمان سير مستقر للسوق والمساهمة بتعزيز الثقة في العملية الوطنية ولإشباع هذه المسئلة يتعين إمكانية فتح للسوق لكل متدخل مقيم أو غير مقيم¹.

إلى جانب توسيع السوق النقدية بمتدخلين فإنه يتعين إحداث منتجات مالية وأقسام للسوق النقدية كشهادات الإيداع القابلة للتداول وسندات الصندوق.... إلخ.

بالإضافة إلى المنتجات المالية غير المصدرة بشكل مباشر في السوق لكن تتداول فيها وتسمح بزيادة فرص التوظيف للأموال باستقطاب هيئات التوظيف الجماعي.

ويمكن القول أن توسيع السوق النقدية بشبكة متدخلين من أعوان ماليين وأعوان غير ماليين يمنح السوق النقدية الوطنية إمكانيات حقيقية بتوفير تدفقات نقدية ومالية كافية.

وينبغي على التنوع في المنتجات المالية وأقسام السوق النقدية أن يؤدي إلى وضع مراكز مفضلة للتدخل حسب طبيعة المتدخلين في السوق النقدية من سوق بنكية بحتة، وسوق لشهادات الإيداع القابلة للتداول وسوق لسندات الصندوق.... إلخ.

بالإضافة إلى كل ذلك سجلت السوق النقدية خارج البنك المركزي في بداية إنشائها ارتفاعا في حجم الأموال القابلة للإقراض، ويعزى هذا التطور إلى:

1- غياب دور السوق المالية:

إن الدور الرئيسي الذي تلعبه السوق المالية يتمثل في المواءمة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض أو القطاعات المدخرة التي ترغب في استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة إلى تلك الأموال، وهي بذلك تعد وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات والأفراد والمتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الإئتمان².

¹ - Karim Djoudi, OpCit, P 19.

² - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 122.

وتعتمد السوق المالية النشطة على وجود مؤسسات متنوعة لا تعود ملكيتها فقط للدولة بل على مؤسسات خاصة ذات أداء جيد وذلك لامتصاص أكبر جزء من الإدخارات وضخها نحو من هم بحاجة إليها.

لكن السوق المالية في الجزائر لا تتمتع بمناخ مناسب للقيام باستقطاب الإدخارات وتداول الأوراق المالية بشكل كاف كسوق موازية للسوق النقدية، وهذا ما يؤدي إلى التداول فقط على مستوى السوق النقدية .

2- الرقابة على الصرف الأجنبي:

إن جوهر الرقابة على الصرف يتمثل في توزيع الكمية المحدودة التي تحصل عليها الدولة من الصرف الأجنبي على الطالبين بما يتفق مع الأهداف السياسية والاقتصادية للدولة¹.
والمدة المحددة لإعادة تحصيل العملة الصعبة التي تنتج عن تصدير السلع والخدمات هي أربعة أشهر لصالح بنك الجزائر .

وعندما يتعلق الأمر بالعكس أي تحويل الأموال، فإن التشريعات منذ تحرير التجارة الخارجية في 1994 تسمح بتسديد الاستيراد بالعملة الصعبة لحساب الموردين الأجانب.

وتجدر الإشارة إلى أن تخفيف عملية الرقابة على الصرف يعمل على دعم حرية التبادل التجاري التي تؤدي في النهاية إلى قابلية تحويل العملة الوطنية.
وأن رفع الرقابة على الصرف وتضييقها سيؤثر سلبا على سير السوق النقدية بانتقال وتداول رؤوس الأموال في أماكن أخرى ذات العائد الأكبر .

وبالتالي فإن اعتماد ومواصلة عملية الرقابة على الصرف في الظروف الحالية سيضمن حماية السوق النقدية.

¹ - بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، ط1، دار المنهل اللبناني، بيروت، ص 34، 2009.

خلاصة الفصل الثالث:

- ظهرت السوق النقدية الجزائرية بشكل فعلي في 18 جوان 1989، كما يعكس الإطار القانوني لهذه السوق توسيعها وتدعيمها وتحسينها وذلك بهدف الانتقال إلى اقتصاد الأسواق المالية.
- ساهمت عمليات إصلاح المؤسسات ابتداء من سنة 1989 في تدعيم السوق النقدية الجزائرية وذلك من خلال توسيع سوق ما بين البنوك بمتدخلين جدد مثل البنوك الخاصة والمستثمرين التأسيسيين ومن ثمة توظيف فوائضهم النقدية.
- تعد السوق النقدية الجزائرية محلية بحيث تتكون من سوق ما بين البنوك أين يلعب البنك المركزي دور الوسيط في هذه السوق، وسوق تدخلات البنك المركزي.
- تعتبر سوق تدخلات البنك المركزي مكان مناسب لتحقيق الاستقرار النقدي وذلك من التأثير على متوسط تكلفة تمويل البنوك ومن ثمة إمكانية التحكم في الهامش البنكي للقروض الممنوحة في سوق القروض.
- يملك بنك الجزائر مجموعة من الأدوات من شأنها تنظيم السيولة البنكية وتأمينها فضلا عن بلوغ معدل فائدة تستهدف للسلطات النقدية.
- في رحاب السوق النقدية الجزائرية استطاعت الخزينة العمومية إدارة دينها باستخدام أداة جديدة تستند إلى ميكانيزمات السوق.
- يعتبر المكشوف البنكي لدى بنك الجزائر أداة إعادة الخصم من مصادر إعادة تمويل البنوك خاصة في سنوات التسعينات فقد حتمت وضعية السوق النقدية الضيقة في سنوات مضت ومحدودية أداة وإعادة الخصم على البنك المركزي تقديم تسبيقات في الحساب الجاري للبنوك كمساهمات بمعدل مرتفع جدا، ومثل هذه المساهمات من شأنه تفادي إنكماش الاقتصاد الوطني بسبب قلة السيولة البنكية.



الفصل الرابع

تطور السوق النقدية الجزائرية

ودورها التمويلي

تمهيد

لقد إعتبر النظام المالي الجزائري إلى غاية نهاية الثمانينيات بمثابة الدعم الإداري والإستراتيجي الذي هدف إلى تنفيذ الإجراءات المنصوصة في مخططات التنمية من قبل السلطات العمومية.

وحتى يمكن بلوغ مستوى عال من التنمية الإقتصادية العامة في الجزائر كان ينبغي تقييم العلاقة القائمة بين الدائرة الإنتاجية والدائرة المالية وتنظيمها.

وبظهور السوق النقدية وخاصة بعد صدور قانون النقد والقرض، تم إبعاد الخزينة العمومية عن دائرة الائتمان، وتم إعتبار هذا الأخير بمثابة عملية من عمليات البنك من جهة، ومن جهة أخرى أصبح للخزينة العمومية إمكانية الحصول على التمويل اللازم من خلال طرح أذون الخزينة للإكتتاب والتداول في السوق النقدية.

وفي هذا الفصل نحاول تسليط الضوء على تطور السوق النقدية التمويلية في الجزائر من خلال المراحل التي مرت بها منذ الإستقلال إلى يومنا هذا، حيث خصص المبحث الأول إلى دراسة تطور هذه السوق من سنة 1962 إلى سنة 1998، أما المبحث الثاني فيتناول تطور السوق من سنة 1999 إلى سنة 2004 ثم نعرض في المبحث الثالث تطور السوق من سنة 2005 إلى سنة 2011.

المبحث الأول: تطور السوق النقدية ودورها التمويلي من 1962 إلى 1998

شهدت السوق النقدية في الجزائر خلال هذه الفترة (من 1962 إلى 1998) مجموعة من التغيرات.

المطلب الأول: السوق النقدية في الجزائر من 1962 إلى 1988.

لقد مرت السوق النقدية في الجزائر خلال هذه الفترة (من 1962 إلى 1988) بمرحلتين، المرحلة الأولى من 1962 إلى 1970 ، في حين المرحلة الثانية من 1970 إلى 1988 .

الفرع الأول: السوق النقدية من 1962 إلى 1970

لقد اقتصر السوق النقدية خلال هذه الفترة على العمليات التي آجالها يوم واحد (العمليات يوم بيوم)، حيث انحصرت هذه السوق في سوق مابين البنوك اليومية . كما لعب الصندوق الباريسي لإعادة الخصم (C.P.R) دور الوسيط الوحيد أثناء تدخل البنك المركزي . وقد حددت التعليمات رقم 15 الصادرة بتاريخ 13 ديسمبر 1962 طبيعة وإجراءات عمليات الأمانة التي يتدخل من خلالها البنك المركزي في السوق النقدية بواسطة الصندوق الباريسي لإعادة الخصم الذي تم تعيينه من البنك .

فقد كان الصندوق الباريسي لإعادة الخصم يحتفظ بسندات عمومية للقيام بعمليات وضع أو منح تحت نظام الأمانة (La mise en pension) لسندات عمومية لامتناس الفاض الموجود في السوق ، إما إذا كانت وضعية السوق بحاجة إلى سيولة فإن الصندوق يلجأ إلى عمليات أخذ تحت نظام الأمانة (La prise en pension) لسندات عمومية من أجل ضخ السيولة اللازمة في السوق . علما أن هناك سقفا لإعادة الخصم يتحدد سنويا من طرف البنك المركزي لفائدة البنوك .

وقد تميزت هذه المرحلة بمجموعة تحولات تتعلق بالمنظومة المصرفية الجزائرية ، وهذه التحولات من شأنها التأثير في السوق النقدية ، وتتمثل هذه التحولات في :

- إنشاء بنك مركزي في 13 ديسمبر 1962 بموجب القانون رقم 144/62 ، لمراقبة نشاطات البنوك.

- إنشاء عملة وطنية تتمثل في الدينار الجزائري بتاريخ 10 أفريل 1964 بموجب القانون رقم 111/64 ، للحد من نزيف رأس المال الذي شهدته البلاد .

- تأميمات على مستوى قطاع البنوك الأجنبية في سنة 1966 وأنشئت بنوك وطنية جزائرية برأسمال عمومي 100 % ، وذلك لتفادي التجاوزات الأجنبية ودورها الخطير في تهريب رؤوس الأموال .

وكان أول بنك هو البنك الوطني الجزائري (B.N.A)، وهو بنك تجاري عمومي مكلف بتمويل النشاطات الفلاحية، والقرض الشعبي الجزائري (C.P.A) الذي كلف بترقية النشاطات والتنمية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتجارة والصناعات التقليدية والسياحة . ثم البنك الخارجي الجزائري (B.E.A) في أكتوبر 1967 ، وهو أكبر وثالث بنك عمومي أنشئ من أجل تمويل المبادلات الخارجية وعمليات الصرف وترتيبها .

- تنفيذ البنك المركزي لسياسة إعادة التمويل من خلال تحديد حصص إعادة التمويل، والتي تكون محددة وفقا لتقديرات موارد واستخدامات البنوك المعنية .

- أسندت للخرينة العمومية دور الممول الرئيسي في المجال الصناعي والزراعي . كما تستفيد الخزينة من تسبيقات تمنح من البنك المركزي الجزائري في شكل سحب على المكشوف في الحساب الجاري بنسبة 5% من الإيرادات العادية لميزانية الدولة، ومع ذلك ألغى هذا الإجراء بمجيء قانون المالية التكميلي الصادر بتاريخ 08 أبريل 1965 والذي صرح بإلغاء الحد الأقصى لهذا النوع من التسبيقات الممنوحة، وبالإضافة إلى هذه الإجراءات تم حل الصندوق الباريسي لإعادة الخصم (C.P.R) في جانفي 1970، كما انتقل تنظيم السوق النقدية بالكامل إلى البنك المركزي الجزائري . وأصبحت السوق مكتملة لإعادة تنظيم وتشكيل الخزائن البنكية ، وهذا بسبب التسربات النقدية خارج الدائرة البنكية ، والمساهمات الممنوحة للمؤسسات العمومية في إطار المخططات التنموية .

الفرع الثاني : السوق النقدية في الجزائر من 1970 إلى 1988 .

تؤدي السياسة النقدية دورا هاما ونشطا في السوق النقدية التي تعمل في الدول المتقدمة ، إلا أن سير السوق النقدية في الجزائر خلال هذه المرحلة كان عكس ذلك، حيث إتسمت هذه السوق بالصفات التالية¹:

- إن الافتراضات التي عقدت على مستوى السوق المالية الدولية من قبل البنوك التجارية قد أثرت بشكل إيجابي على خزينة البنوك المقترضة بالعملة الأجنبية . وهذه الخزينة الإضافية من شأنها التأثير على المعروض من النقد المركزي الذي يوظف في السوق النقدية .

- يتم تغطية عجوزات خزينة البنوك بقدر الفوائض المعروضة من طرف البنوك الدائنة، بحيث لايتدخل البنك المركزي في السوق لسد الاحتياجات الناتجة من إنقضاء الطلب بالمعروض النقدي .

¹ABDELKARIM NAAS ,opcit,P 97

- لم تتحدد معدلات الفائدة المطبقة في السوق النقدية نتيجة لإلتقاء الطلب بالمعروض النقدي بل كانت تتحدد من خلال قرار إداري . وقد حدد المعدل المطبق في السوق النقدية بـ 2.75 % ، كما عرف هذا المعدل استقرارا كبيرا لمدة طويلة .

- أما من حيث آجال التوظيفات ، فقد إقتصرت السوق النقدية على عمليات الإقراض والاقتراض التي تتم ليوم واحد ، وهذا يعني أن السوق النقدية قد تميزت بغياب المرونة .

من خلال هذه الصفات يمكن القول أن الخاصية الرئيسية للسوق النقدية الجزائرية تكمن في ضيقها، وهذا يعني أنها سوق خارج البنك ، والمقصود بذلك أن السوق خارج البنك المركزي ، فالبنوك التجارية كانت الوحيدة التي تتدخل في السوق (البنك الوطني الجزائري ، القرض الشعبي الجزائري، البنك الخارجي الجزائري) خلال عشرية السبعينيات .

وأن إعادة تنظيم السوق النقدية المتمثلة في سوق ما بين البنوك ابتداء من سنة 1970 حول هذه الأخيرة إلى غرفة ثانية للمقاصة أين تتم العمليات بين الساعة الثانية عشر (12:00 سا) والساعة الثانية والنصف ظهرا (14:30 سا)، وهذا يعني أنه عندما تتحدد الحسابات الجارية ونتائج المقاصة ، فإن الصفقات تنفذ ليوم واحد بمعدل محدد بواسطة البنك المركزي وعلى البنوك التي لها فائض أن تتنازل عنه بمعدل 5%، ثم يقوم البنك المركزي بتوزيع هذا الفائض بين أصحاب الطلب بمعدل 5,25% وهذا يكون :

تبعاً للطلبات المعبر عنها في حالة ما إذا كان مجموع الفوائض المعروضة أكبر من الطلبات . وحسب حصة الطلبات المعبر عنها في حالة ما إذا كان مجموع الفوائض المعروضة أقل من الطلبات . ونضيف إلى ذلك التزام البنوك بضمان القروض المقدمة لها بسندات عمومية أو خاصة. وإضافة إلى العمليات الموجودة ما بين البنوك ليوم واحد ، يمكن للبنوك أن تلجأ إلى إعادة الخصم بسبب قلة السيولة الشبه دائم في السوق ، وأصبح اللجوء إلى هذه العمليات (إعادة الخصم) شبه تلقائي من طرف البنوك.

وقد شهدت هذه المرحلة أيضا على مستوى الإقتصاد والنظام المالي الوضعية التالية :

- إلتحاق نظام التخطيط المالي الذي يدعم دور الخزينة العمومية في تخصيص الموارد ومن ثمة سيطرة قراراتها على أعمال الوسطاء .
- التخصص البنكي في عملية تمويل المؤسسات العمومية .
- ضعف مردودية المؤسسات العمومية ، ولجوء شبه أوتوماتيكي من البنوك لإعادة الخصم من البنك المركزي ما بين 1972 و 1982 .

- محاولة لإصلاح النظام من خلال إعادة الهيكلة العضوية والمالية للمؤسسات العمومية
1983 , 1984 .

- تدهور أسعار البترول والدولار نهاية 1985 ، الأمر الذي أثر سلبا بتراجع الأصول
الخارجية للدولة .

ومثل هذه الوضعية زادت من حدة العجزات في السيولة البنكية رغم الصفقات ليوم واحد المنفذة في
سوق مابين البنوك وعملية إعادة الخصم. وبهذا الفعل وبعد تسديد جزء من دين الخزينة العمومية تجاه
البنك المركزي ، سمح هذا الأخير بحسابات جارية للبنوك للاستفادة من السحب على المكشوف ابتداء
من سنة 1981 ، وهذه التقنية من شأنها أن تزيد من حصة إعادة التمويل لفائدة البنوك لسد العجز في
السيولة البنكية .

وفي الأخير يمكن القول أن السوق النقدية خلال هذه المرحلة لاتزال بعيدة عن أداء دورها الحقيقي .
خاصة مع شبه غياب للسياسة النقدية في ظل دور بسيط للبنك المركزي . وهذا نتيجة الإطار المخطط
للاقتصاد الذي انجر عنه سوء في تسيير النظام المخطط في التمويل .

المطلب الثاني : تطور السوق النقدية من 1989 إلى 1998 .

لقد عرفت السوق النقدية في الجزائر إعادة في تنظيمها وتغير في بنيتها بشكل عميق ابتداء
من 18 جوان 1989 كبدية حقيقية لها ، فقد ساهم كل من القانون البنكي رقم 86-12 المؤرخ في
19 أوت 1986 المتعلق بنظام البنوك والقرض ، وقانون النقد والقرض 90-10 في إعطاء صورة
جديدة للسوق كإحدى التجديدات النقدية والمالية .

الفرع الأول : السوق النقدية في الجزائر من 1989 إلى 1994 .

ويظهر خلال هذه المرحلة تحسن السوق النقدية كما يلي :

أولا : الإطار التنظيمي للسوق .

لقد تم تزويد السوق النقدية منذ سنة 1991 بإطار تنظيمي من شأنه تحريك السوق نحو تحقيق
الهدف المنوط بها . وقد صدر النظام رقم 08/91 المؤرخ في 14 أوت 1991 والمتضمن تنظيم
السوق النقدية ، والذي تدور أحكامه العامة حول :¹

¹ لعشب محفوظ ، سلسلة القانون الاقتصادي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1997 ، ص ص 56 ، 57 .

- أن يضمن بنك الجزائر سير السوق النقدية ، ويتخذ في مرحلة انتقالية دور الوسيط ، وحدد المؤسسات المالية التي بإمكانها الدخول إلى السوق النقدية بالبنوك والمؤسسات المالية ، وأي مؤسسة أخرى يسمح لها صراحة مجلس النقد والقرض.
- يمكن لبنك الجزائر شراء أو بيع سندات عامة يكون سريانها لأقل من ستة أشهر كما يمكنه شراء أو بيع سندات خاصة مقبولة لقروضه.
- تتدخل الخزينة العمومية في السوق النقدية عن طريق التوظيفات وجعل سندات الخزينة إلزامية .

كما حدد النظام رقم 08/91 من خلال المادة السادسة كيفيات المعاملة في السوق النقدية ، حيث تتم مبادلة السيولة بين المشاركين المقبولين في السوق من خلال :

- أن يملك كل متدخل حسابا جاريا مفتوح لدى البنك الجزائر .
- قروض وتوظيفات مدعمة او غير مدعمة بضمانات .
- تتم الصفقات في السوق لآجال تتراوح بين 24 سا إلى سنتين .
- عملية مبادلة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية بمجرد وضع تنظيم في شأن النسب المقدرة الخاصة بها .
- شراء أو بيع لسندات عامة أو خاصة .
- القروض أو الرهن لسندات عامة أو خاصة .
- تتم عملية الرهن عن طريق إظهار اتفاقية موقعة من قبل مختلف الأطراف .
- يضمن بنك الجزائر بشكل منتظم الإعلام عن حالة السوق النقدية عبر نشرة إحصائية شهرية ترسل لكل متدخل .

ومن هنا نتوصل إلى أن السوق النقدية قد دخلت في مرحلة جديدة في محاولة للتوجه نحو اقتصاد الأسواق المالية ، إذ تم :

- تجسيد نظام يحمل إطار عام من شأنه ضمان توسيع كل من شبكة المشاركين والأدوات المالية ومهام بنك الجزائر .
- وضع اتفاقية موقعة من قبل مختلف المشاركين في السوق ، حتى يمكن التحكم في السوق من قبل بنك الجزائر .
- إضفاء نوع من الشفافية بالإعلام المنتظم لوضعية السوق عبر نشرة إحصائية شهرية مرسلة لكل مشارك في السوق .

- باستثناء السندات العامة ، فإن السندات الخاصة المقبولة التعامل بها في السوق ، لابد أن تحمل ضمان من خلال عملية التصنيف التي تعكس درجة ملاءة المدين .
- منح لبنك الجزائر دور أكثر أهمية في هذه المرحلة بالمقارنة مع المراحل السابقة للسوق النقدية ، إذ أعتبر وسيط مجبر يلعب دور السمسار بصفة انتقالية لغياب وسطاء مؤهلين ، وتتم التدخلات المنتظمة لبنك الجزائر في كل وقت لفائدة البنوك ، وتنتج عن وساطة بنك الجزائر في السوق تحصيل عمولة على نفقة المشاركين .

ويعمل بنك الجزائر على التأكد من قانونية العمليات وقوة الدعائم المستعملة في الصفقات ، وكذلك القيام بمراقبة كل الوثائق لدى المشاركين في السوق ، فضلا عن أنه يحدد أوقات الجلسة اليومية للسوق النقدية.

ثانيا : عرض الأموال القابلة للإقراض.

إن السوق النقدية في الجزائر التي تقتصر على سوق مابين البنوك حيث العمليات في الغالب تعقد ليوم واحد ، نجد أن عرض الأموال داخلها والموجه للإقراض يتصف بالضعف ، وهذه الوضعية من النقص في حجم العرض النقدي الموجه نحو الإقراض ، هو نتيجة حتمية لتطور العوامل المستقلة لسيولة البنوك . وبالتالي النقص في فعالية ميكانيزمات التفاوض داخل السوق مابين البنوك بسبب ضيق عدد المشاركين قاد بنك الجزائر إلى إزالة الحواجز على السوق في 1992 بتوسيعها بمستثمرين تأسيسيون. هذه الأخيرة وحسب قانون بنك الجزائر المتضمن تنظيم السوق النقدية تتدخل في السوق في شكل عارضة (مقرضة للأموال فقط) . و يساهم هذا الأمر في استقرار الأموال الموجهة للإقراض نتيجة توسيع شبكة المشاركين وتمديد آجال استحقاق الصفقات .

ثالثا : معدلات الفائدة وعمليات بنك الجزائر في السوق.

بسبب تدني معدلات الفائدة في السوق مابين البنوك كمكافآت على عمليات التوظيف للأموال، والحاجة إلى زيادة عرض الأموال الموجهة للعملية الإقراضية نتيجة نقص السيولة الهيكلية في النظام البنكي، فضل بنك الجزائر القيام بتعديلات برفع تدريجي لمعدلات الفائدة فيما بين البنوك من 7,14/32 عند افتتاح السوق النقدية في جوان 1989 إلى 10,14/32 في جوان 1990 ، إلى 13,15/32 في ديسمبر 1991 ثم 17 % مع سقف للتفاوض 18 % وصولا إلى 19,27/32 في ديسمبر 1994 وذلك في إطار معدلات حرة التفاوض. وهذا الإجراء وغيره من الإجراءات السابقة يسمح بترسيخ المظاهر التالية :

- مبلغ قابل للزيادة من عرض الأموال القابلة للإقراض ، قدر في المتوسط بـ 20 مليار دج .

- تدرج عمليات الإقراض من 24 سا إلى 08 أشهر .
- توسيع شبكة العارضين والقيام بتطوير السوق كقسم من إعادة التمويل .

أما عمليات بنك الجزائر في السوق النقدية فقد تحسنت ، وبدأت تتجلى هذه التدخلات بطريقة ديناميكية ضمن إستراتيجية نقدية ، ويظهر ذلك في المراحل التالية :

1 - من تاريخ إنشاء السوق النقدية (جوان 1989) إلى غاية السداسي الأول لسنة 1991 .

وصلت تدخلات بنك الجزائر خلال هذه المرحلة إلى الحد الأقصى لها، إذ أسندت لهذا البنك مهمة الممول لتوفير السيولة اللازمة بمعدل وحيد منخفض .

2- من جوان 1991 إلى أكتوبر 1991.

اتبع بنك الجزائر نظام يفضي إلى وضع سقف لتدخلاته في السوق ، مع أخذ بعين الاعتبار للتقديرات حول تطور العوامل المستقلة للسيولة البنكية ، وإلى هدف إعادة توازن السوق النقدية كإحدى الأهداف النقدية المطلوبة، ويهدف نظام التسقيف المتبع من بنك الجزائر إلى السيطرة على معدلات الفائدة محل التفاوض في السوق ما بين البنوك وهذا تبعا لتدخلات بنك الجزائر ولوضعية السيولة في السوق. وبالتالي يمكن القول أن السوق النقدية أصبحت كآلية لتنفيذ السياسة النقدية بهدف التعديل النقدي.

3 - ابتداء من أكتوبر 1991 إلى افريل 1994.

في إطار عملية التعديل النقدي وخاصة عملية تعديل عرض القروض البنكية ، تم إحداث تعديل لارتفاع معدلات الفائدة المتعلقة بتدخلات بنك الجزائر من إعادة خصم ، والسوق النقدية وتسبيقات في الحساب الجاري ، إذ تعين تثبيت معدل وحيد لتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية قدر ب17%.

رابعا : السيولة البنكية.

تتأثر السيولة البنكية بمجموعة من العوامل بالزيادة أو النقصان ومن بين هذه العوامل نجد العوامل المستقلة للسيولة كالتدفقات بالعملة الأجنبية وسلوك الأعوان الاقتصاديين فيما يتعلق بحيازة النقود المركزية ، بالإضافة إلى عمليات الخزينة العمومية. وقد تسبب التسرب الدائم للأوراق القانونية خارج المنظومة البنكية في تدهور السيولة البنكية بقيمة 77 مليار دج من ديسمبر 1990 إلى ديسمبر 1993.

حيث نتجت السيولة في مجملها عن العرض الزائد من القروض الموجهة للمؤسسات العمومية الأمر الذي ألزم الخزينة العمومية بضخ مبلغ قدره 167 مليار دج خلال تلك الفترة. كما اتجهت الخزينة

العمومية إلى تبني إجراءات تهدف إلى تسديد مستحقات البنوك تجاه المؤسسات العمومية ، وذلك لتطهير ميزانية البنوك بتحويل السحب على المكشوف الذي استفادت منه مؤسسات الدولة إلى أصل مالي مصدر من طرف خزينة الدولة. وبشكل عام فقد عرفت السياسة النقدية خلال هذه المرحلة تطورا ملحوظا فيما يتعلق بتحريرها وخصوصا القرض البنكي والسوق النقدية حيث :

- ألغي الحد الأعلى لعمليات الإقراض المتعلقة بالبنوك التجارية .
- توسيع سوق مابين البنوك بفضل الترخيص لبعض المؤسسات المالية بالتدخل.

الفرع الثاني : السوق النقدية من 1994 إلى 1998.

أولا : أهداف اتفاقية التثبيت والتعديل الهيكلي .

في 03 جوان 1991 وافق صندوق النقد الدولي على اتفاقية تأكيد بعد مفاوضات بين الجزائر ومصالح الصندوق بهدف حصول الجزائر على قروض لإجراء إصلاحات اقتصادية عميقة. وتشكل هذه الإتفاقية برنامج إقتصادي ومالي واسع ، خاصة وأن الحكومة أرسلت خطاب نوايا إلى الصندوق مؤرخ في 27 أفريل 1991 يوضح إرادة الدولة في المضي إلى الإصلاحات.

وترمي هذه الاتفاقية إلى:¹

- التقليل من تدخل الدولة في توجيه النشاط الاقتصادي مع زيادة النمو الاقتصادي بتشجيع القطاعين العام والخاص.
- ضبط أسعار السلع والخدمات إداريا لترشيد الإدخار والإستهلاك.
- تحرير التجارة الخارجية وتحويل الدينار الجزائري إلى عملات أخرى.
- إصلاح النظام الجبائي والجمركي.
- وضع حد أقصى على القروض المقدمة للمؤسسات العمومية.
- سن قانون الشبكة الإجتماعية لإمتصاص الغضب الإجتماعي الناتج عن تطبيق هذا الإتفاق .

ورغم هذه الأهداف المسطرة والإجراءات المتبعة في الإتفاقية ، لم يتحسن الإقتصاد الوطني بسبب نقص التمويل وقصر المدة المتفق عليها بين الطرفين ، الأمر الذي دفع بالسلطات المحلية لعقد إتفاق

¹-HOCINE BENISSAd ,Algerie Restructuration et reformes économiques (1979-1993),opu,Alger,1994 ,p141.

التعديل الهيكلي مع مصالح صندوق النقد الدولي والبنك الدوليين ، ويعتمد برنامج الإصلاح الإقتصادي المتبع (1994-1998) في هذه الحالة على النقاط التالية :

- إتباع سياسة الإصلاح الهيكلي: وبدأت بمساعدة البنك الدولي في الفترة (1995-1999) بهدف تحقيق إستقرار لإطار الإقتصاد الكلي، من خلال الإعتماد على القطاع الخاص وتحرير نظام الصرف وقطاع التجارة الخارجية مع إلغاء الدعم عن السلع.

- تثبيت الوضعية الإقتصادية : بإتباع سياسة مالية صارمة من أجل تحقيق فائض في خزينة الدولة وترشيد النفقات بتقليصها ، وتخفيض العجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات وأيضا تخفيض معدل التضخم.

- معالجة الآثار السلبية للإصلاحات المتبعة بتخفيف حدة الإجراءات على الفئات المتضررة من هذه السياسة. وفضلا عن ذلك عرف إطار السياسة النقدية خلال هذه المرحلة استعمال أدوات غير مباشرة في تسيير السياسة النقدية وتشكيل معدلات فائدة حقيقية إيجابية ضمن مجال تنظيم السوق النقدية .

ثانيا: السياسة النقدية خلال التعديل الهيكلي.

خلال الفترة المغطاة بمخطط التعديل الهيكلي تظهر التغيرات في السياسة النقدية من خلال المعطيات المرتبطة بتطور الكتلة النقدية ومقالاتها .

1 - تطور الكتلة النقدية :

جدول رقم (28) : تطور الكتلة النقدية M2 والناتج الداخلي الخام (P.I.B).

السنوات	معدل زيادة الكتلة النقدية (%)	معدل زيادة الناتج الداخلي الخام (%)
1993	22,7	11,2
1994	13	26,6
1995	9,2	33,6
1996	14,3	30,4
1997	18,5	7,7
1998	18,8	0,7

Source : ABDELKRIME NAAS , opcit,p232.

يبين الجدول مقابلة تطور مجوعات الكتلة النقدية (M2) بالناتج الداخلي الخام (P.I.B).

كما يوضح أن عملية تسيير النقود خلال مرحلة التعديل الهيكلي مرت بفترتين متميزتين :

- من 1994 إلى 1996 : فمن خلال الجدول يبدو أن معدل نمو الكتلة النقدية أدنى من المعدل المرتبط بالناتج الداخلي الخام ، وهذا في سياق تراجع معدل الصرف .وتعكس هذه الحالة الإنخفاض الشديد في معدل سيولة الاقتصاد¹، التي إنتقلت من 56% في 1993 إلى 36% في 1996، أي سعت السياسة النقدية إلى إمتصاص السيولة.

- من 1997 إلى 1998 : عكس الفترة السابقة فإن معدل نمو الكتلة النقدية إرتفع بشكل سريع بالمقارنة مع الناتج الداخلي الخام (P.I.B)، ومن ثمة زالمعدل سيولة الإقتصاد الذي بلغ 46 % في سنة 1998 في ظل إستقرار معدل الصرف.

وتهدف الميزة المقيدة للسياسة النقدية ، التي تتعكس في إنكماش قروض الجهاز البنكي باتجاه الدولة والقطاع الإقتصادي الإنتاجي إلى تخفيض الكتلة النقدية ، في مرحلة أولى ثم الحد من نموها في مرحلة ثانية .

2- مصادر الإنشاء النقدي :

نمو الكتلة النقدية نسبيا معتدل في هذه المرحلة ونتج أساسا من طبيعة العلاقات بين الخزينة العمومية والنظام البنكي، إضافة إلى عدم مديونية الخزينة اتجاه البنوك ،وقد شكلت المستحقات على الخزينة مصدر رئيسي في عدم إنشاء النقود خصوصا في الفترة من 1994 إلى 1996 . وهذا بسبب سياسة الخزينة الصادرة من أجل إعادة شراء المستحقات التي بحوزة البنوك على عاتق المؤسسات هذا من جهة ، ومن جهة أخرى من خلال علاقة البنوك بالمؤسسات.

ثالثا : السوق النقدية في ظل أدوات السياسة النقدية

في أبريل 1994 ، وبتطبيق الشروط المحددة في إتفاقية التأكيد المبرمة مع صندوق النقد الدولي عرف إطار السياسة النقدية جديدا بالخصوص في مجالات تنظيم السوق النقدية من تدخل للبنك المركزي في هذه السوق ومن تحديد لأسعار الفائدة . وفي هذا السياق عدد من الأدوات غير المباشرة في تسيير السياسة النقدية تم عرضها. ومن أهم الإجراءات المتخذة في هذا المجال كانت كالتالي :

- رفع معدل إعادة الخصم من 11,5% إلى 15%.
- تثبيت معدل محوري لتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية بـ 20% .
- تثبيت معدل الفائدة على القروض في الحساب الجاري الممنوحة للبنوك بـ 24% .

¹معدل سيولة الإقتصاد : النسبة بين مجتمعات الكتلة النقدية M2 والناتج الداخلي الخام ، أي تدل على العلاقة الموجودة بين كمية النقد والإنتاج.

- إلغاء الحد الأقصى لمعدل الفائدة على السوق مابين البنوك الذي أصبح قابل للتداول بشكل حر.¹
- إصدار هامش بنكي أقصى بـ 5 نقاط أعلى من التكلفة المتوسطة للموارد البنكية من أجل الحد من ارتفاع تكلفة القروض الممنوحة للمؤسسات.
- تثبيت لكل بنك سقف لإعادة التمويل الإجمالي وسقف لإعادة الخصم ، قابل للمراجعة لكل ثلاث أشهر.
- التسقيف لكل بنك ، تدفقات القروض للمؤسسات العامة غير المستقلة .
- تدخل البنك المركزي في السوق النقدية من خلال المنح ووضع بالأمانة ، ومن خلال عمليات نداءات العروض تحت شكل مناقصة القروض.
- إدخال الإحتياطات الإجبارية على البنوك والمؤسسات المالية لدى البنك المركزي بمكافأة مرتفعة تقدر بـ 11,5%. معدل الإحتياطي الإجباري مرتبط بنسبة قدرها 2,5% من جميع الودائع لدى كل بنك .
- إدخال سياسة السوق المفتوحة.
- أما فيما يتعلق بحيوية السوق النقدية ، فقد عرفت تغيرات عميقة بالمقارنة بمرحلة تنفيذ قانون النقد والقرض 90-10 ، إذ تتمثل أهم التعديلات التي تتعلق بالسوق في المدة (1994-1998) في :
- * إنتقال السوق النقدية من وضعية سوق خارج البنك المركزي إلى سوق داخل البنك ومن ثمة أصبحت السوق النقدية تجمع :
- قسم أين يتدخل بنك الجزائر مستخدما أدوات متنوعة في السوق .
- قسم مخصص لسوق مابين البنوك ، والتي تجمع البنوك والمؤسسات المالية والمستثمرون التأسيسيون.
- قسم جديد يتمثل في سوق قيم الخزينة أين يكون بنك الجزائر وسيط في عملية المناقصة بين المختصين في قيم الخزينة والخزينة العمومية .
- * زيادة تنوع عدد الهيئات المتدخلة في السوق النقدية ، بعد أن كانت البنوك التجارية الهيئات الوحيدة المرخص لها بالتدخل في السوق النقدية ، إذ أصبحت السوق تتسع لمؤسسات مالية وأنواع أخرى من المؤسسات كشركات التأمين وصناديق التقاعد كهيئات عارضة للسيولة في السوق النقدية.

¹ - كريم النشاشيبي وآخرون ، الجزائر : تحقيق الإستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق ، صندوق النقد الدولي ، 1998 ، ص 60 .

* تنوع أدوات التدخل في السوق النقدية ، فقد كانت العمليات تقتصر على الإقراض والاقتراض ليوم واحد ، لكن مع إصلاح السوق النقدية تم توسيع أدوات التدخل لتضم عمليات الإقراض والاقتراض لأجل، وعمليات الأمانة من منح و/أو أخذ كأمانة ، وعمليات السوق المفتوحة التي تتم من خلال أدوات الخزينة، ومناقصات القروض وفق آلية نداء العروض.

1 - سوق مابين البنوك وسوق البنك المركزي :

جدول رقم (29) : تطور سوق مابين البنوك وسوق البنك المركزي 1994-1998 .

نهاية الفترة مليار دج

1998		1997		1996		1995		1994		
المعدل (%)	المبلغ	المعدل (%)	المبلغ	المعدل (%)	المبلغ	المعدل (%)	المبلغ	المعدل (%)	المبلغ	
10,0	47,0	11,8	31,0	17,2	107,3	19,4	44,0	-	-	- مناقصات
13,0	16,0	14,5	15,0	19,0	10,4	23,0	22,5	20,4	5,9	- أمانات
-	-	-	-	14,9	04,0	-	-	-	-	- سوق مفتوحة
-	63,0	-	46,0	-	121,7	-	66,5	-	5,9	- إجمالي سوق بنك الجزائر
10,0	04,3	-	-	18,0	20,0	19,7	06,6	19,5	04,7	- مابين البنوك ليوم واحد
10,4	67,2	11,8	67,3	18,7	41,2	21,4	19,8	19,9	10,9	- مابين البنوك لأجل
-	71,5	-	67,3	-	61,2	-	26,4	-	15,6	- إجمالي سوق مابين البنوك

المصدر: مديرية الأسواق النقدية والمالية لبنك الجزائر

ويبدو من خلال الجدول أن السوق النقدية كانت نشطة انطلاقا من :

- حجم العمليات المنجزة في السوق سواء في سوق مابين البنوك أو سوق البنك المركزي.

- استخدام المناقصات والأمانات والسوق المفتوحة كأدوات لتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية.

- معدلات الفائدة المطبقة على تلك الأدوات.

ونلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن حجم الصفقات المنفذة في السوق النقدية قد تضاعف بستة (06) مرات تقريبا، بالانتقال من 21,5 مليار دج سنة 1994 إلى 134,5 مليار دج سنة 1998 .

- كما شكلت السوق النقدية مكان لتنفيذ سياسة نشطة من قبل بنك الجزائر، فمنذ بداية الفترة كان لهذا الأخير تدخلات في السوق وقد كانت الأمانات الأداة الوحيدة المطبقة لتدخل بنك الجزائر في السوق سنة 1994.

- وقد ظهرت أداة المناقصات ابتداء من سنة 1995 كآلية مفضلة لبنك الجزائر لتعديل سيولة البنوك ، حيث مثل حجم المناقصات أكثر من ثلثي تدخلاته.

- أما أداة السوق المفتوحة ، فقد كانت بمثابة محاولة بمبلغ ضعيف في سنة 1996 ، رغم أنها أداة مقرر استخدامها كأداة هامة من أدوات السياسة النقدية .

- في حين شكلت الصفقات في سوق مابين البنوك أكثر من نصف الصفقات المنفذة في السوق النقدية ، وذلك بالنظر إلى حجم الصفقات في نهاية الفترة 97-98.

وتتمثل غالبية هذه الصفقات في الصفقات لأجل فيما بين البنوك ، وهذا بعد أن كانت تقتصر على الصفقات ليوم واحد الأمر الذي يؤكد أن هناك تحسن في السيولة البنكية في السوق.

- وفيما يتعلق بأسعار الفائدة ، فإن تنفيذ اتفاقية التأكيد المبرمة مع صندوق النقد الدولي ومثلما ذكرنا سابقا فقد أشارت هذه الاتفاقية إلى الرفع الفوري للأسعار التالية :

. رفع سعر إعادة الخصم من 11,5% في 1991/10/01 إلى 15% في 1999/04/10 .

. وضع معدل محوري قدر بـ 20% لتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية.

. نسبة أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للبنوك في الحساب الجاري قدرت بـ 24% .

وقد أثرت هذه الزيادات في أسعار الفائدة المطبقة من قبل بنك الجزائر على مجمل الأسعار الجارية في السوق النقدية.

الجدول رقم (30):تطور أسعار الفائدة في السوق النقدية (%) من 1994 إلى 1998.

1998	1997	1996	1995	1994
13 - 10	14,5-11,8	17,2-19	23 -19,4	20 -19,5

Source : ABDELKRIME NAAS , opcit,p236.

وانطلاقاً من الجدول ، نجد أن أسعار الفائدة في السوق النقدية قد عرفت مع بداية الفترة أسعار أكثر ارتفاعاً ، وقد سجلت معدل 23% في سنة 1995 وطبق هذا المعدل في نهاية ديسمبر 1995 على عمليات الأخذ كإمانة ،وقد بدأت أسعار الفائدة المطبقة في السوق النقدية بالانخفاض ابتداءً من سنة 1996 إلى سنة 1998 ، وهذا بسبب تراجع معدلات التضخم الذي يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (31): تطور معدلات التضخم (بـ %) من 1993 إلى 1998 .

1993	1994	1995	1996	1997	1998
20,5	29,00	29,8	18,5	5,7	5,00

المصدر : عبد المجيد بوزيدي ، تسعينيات الاقتصاد الجزائري حدود السياسات الظرفية ، ترجمة جريبت أم الحسن ، هومة للنشر والتوزيع ، الجزائر ، 1999 ، ص 40 .

2 - سوق قيم الخزينة من 1994 إلى 1998 :

منذ نشأتها في سنة 1995 عرفت سوق قيم الخزينة في الجزائر تطور ذو دلالة والذي يتبين من خلال العدد المعتبر للمتدخلين والحجم الهام من العمليات المنفذة في هذه السوق ،ويوضح الجدول التالي تطور عمليات مناقصة أذون الخزينة بين الفترة 1995 إلى غاية 1998.

الجدول رقم (32): تطور عمليات مناقصة قيم الخزينة (94-98).

تاريخ	نوع أذون الخزينة	المبلغ بالمليون دج	معدل المتوسط المرجح (%)
1995/10/31 ¹	أذونات لـ 13 أسبوع	25	21,5
1996/11/20	أذونات لـ 13 أسبوع	3740	18,5
	أذونات لـ 26 أسبوع	1200	18,75
1997/11/30	أذونات لـ 13 أسبوع	2906	12,94
	أذونات لـ 26 أسبوع	3060	13,93
1998/12/30	أذونات لـ 13 أسبوع	6424	10,00
	أذونات لـ 26 أسبوع	5805	10,04
	أذونات لـ 52 أسبوع	2423	9,94
	سندات لسنتين	3500	08,00

المصدر: بنك الجزائر.

من خلال الجدول نجد أن :

¹ - تاريخ أول مناقصة لأذون الخزينة .

- زيادة تدريجية لمبالغ المناقصة لمجموع أوراق الخزينة العمومية.

- انخفاض معدلات الفائدة المتزامن مع السيطرة على التضخم.

وفي الواقع في أكتوبر 1995 تحققت أول مناقصة لقيم الخزينة بأوراق لـ 13 أسبوع وبمبلغ 25 مليون دج، وتبعها عمليات مناقصات أخرى لأذون الخزينة لـ 26 أسبوع في 1996 ، وأذون لـ 52 أسبوع ولسنتين (2 سنة) في 1998. كذلك انتقلت مبالغ الأذون لـ 13 أسبوع من 25 مليون دج إلى 6424 مليون دج في ديسمبر 1998، أما الأذون لـ 26 أسبوع فقد انتقلت من 1200 مليون دج في نوفمبر 1996 إلى 5805 مليون دج في ديسمبر 1998 . وهذا فضلا عن ظهور الأذون لـ 52 أسبوع والأذون لسنتين (02 سنة) بمبلغ على التوالي 2423 مليون دج ، 3500 مليون دج في ديسمبر 1998.

أما فيما يتعلق باستمرار انخفاض معدلات الفائدة ، فإنه يرتبط بتحسين الإطار المالي الكلي وخصوصا التحكم في التضخم ، وهذا الذي يسمح بتمويل جيد لميزانية الدولة .

أما من جهة السوق الثانوية لقيم الخزينة والتي ظهرت منذ سنة 1998 ، فإن هذه الأخيرة أصبحت أكثر سيولة في الأشهر العشرة من سنة 1998، فقد بلغت الصفقات المنفذة 9,8 مليار دج في نفس السنة ، وتجدر الإشارة إلى أن حيوية هذه السوق من شأنها أن تزيد من حركية ونشاط السوق الأولية أين يتم إصدار قيم الخزينة عن طريق آلية المناقصة.

المبحث الثاني : تطور السوق النقدية ودورها التمويلي من 1999 إلى 2004.

عرفت السوق النقدية الجزائرية خلال هذه الفترة مرحلتين مختلفتين نوعا ما، المرحلة الأولى تمتد من 1999 إلى 2001 في حين تبدأ المرحلة الثانية من 2002 إلى غاية 2004.

المطلب الأول : السوق النقدية من 1999 إلى 2001.

الفرع الأول : الاتجاه العام للسوق خلال الفترة (1999 - 2001).

لقد شهدت السوق النقدية الجزائرية وضعية اقل فعالية خلال هذه المرحلة وذلك بالمقارنة مع الفترة السابقة . والجدول الموالي يعكس تطور حجم الصفقات في السوق النقدية .

الجدول رقم (33) : تطور حجم الصفقات في السوق النقدية (الوحدة (مليار دج)

ديسمبر 2001	ديسمبر 2000	ديسمبر 1999	
-	61,5	89,7	تدخلات بنك الجزائر حيث:
-	61,5	79,5	- المناقصات
-	-	10,2	- الأمانات
-	-	-	- السوق المفتوحة
62,5	97,8	86,8	سوق مابين البنوك حيث:
-	-	-	- سوق ليوم واحد
62,5	97,8	86,8	- سوق لأجل
62,5	159,3	176,5	

المصدر: مديرية الأسواق النقدية و المالية لبنك الجزائر

نستنتج من الجدول أعلاه أن :

- هناك انخفاض شديد في حجم الصفقات في السوق النقدية، فقد انخفض حجم الصفقات من 176,5 مليار دج في سنة 1999 إلى 62,5 مليار دج نهاية سنة 2001.
- تسجيل تعديلات جديدة في هيكل السوق النقدية نتيجة تراجع في حجم الصفقات إذ:

- أصبحت السوق النقدية في نهاية الفترة عبارة عن سوق خارج البنك (بمعنى سوق خارج البنك المركزي)، والتي تعني عدم تدخل البنك المركزي في السوق نتيجة الفوائض النقدية التي تميز الخزينة الإجمالية للبنوك التي تنشط في تلك السوق.

- لم تطبق أداة السوق المفتوحة خلال الفترة المذكورة ، رغم أن هذه الأداة فعالة للتدخل في السوق النقدية.

- نجد غياب لعمليات السوق لأقصر الآجال أي السوق ليوم واحد ، وهذا بسبب حيازة البنوك على فوائض نقدية في خزينتها البنكية ، الأمر الذي دفع بالبنوك إلى القيام بتوظيفات لأجل.

أما الجدول الموالي فإنه يعكس تطور أسعار الفائدة في السوق النقدية خلال الفترة المذكورة سابقا .

الجدول رقم(34): تطور أسعار الفائدة في السوق النقدية (1999-2000) .

1999	2000	2001
%12,00-%10,40	%8,30 - %6,80	%3,46

Source : ABD ELKRIM NAAS, Opcit, p 270

نلاحظ من الجدول أعلاه تراجع تدريجي في أسعار الفائدة في السوق النقدية، وهذا الانخفاض في المعدلات سببه العناصر التالية :

- التحكم في معدلات التضخم التي اقتربت من الصفر في سنة 2000، بالإضافة إلى معدلات إعادة الخصم التي عرفت انخفاضا بصورة تدريجية.

الجدول رقم(35): تطور معدلات التضخم وإعادة الخصم (1999-2000).

1999	2000	2001
%2,64	%0,34	%4,20
معدل التضخم		
%8,5	%6,00	%6,00
معدل إعادة الخصم		

Source : Media Bank n° 69 , p 18, << situation économique et finance de l'Algérie>>, www.finance-algeria.org. P18 ,en 15/02/2002.

- وجود هيئات مقرضة كشركات التأمين وصناديق التقاعد، وتساهم مثل هذه الهيئات في زيادة عرض النقود المركزية في السوق النقدية، ومثل هذا العمل يؤدي إلى التأثير على معدلات الفائدة في السوق النقدية بالانخفاض. وتجدر الإشارة إلى أن هذه الهيئات توظف أموالها في السندات العامة وفي شكل قروض لأجل في السوق النقدية.
- إتباع الخزينة العمومية سياسة إعادة الرسملة وتطهير المحفظة المالية للبنوك، وذلك من خلال ضخ كمية من الأموال لفائدة البنوك، الأمر الذي أدى إلى زيادة عرض السيولة في السوق النقدية بشكل مباشر هذا من جهة ،ومن جهة أخرى لجأت البنوك العمومية إلى تخفيض حجم القروض الممنوحة للمؤسسات، وهذا يعني تخفيض الطلب النقدي في السوق النقدية، ومن ثمة تراجع معدلات الفائدة في تلك السوق.

وبالتالي نتوصل إلى أن هيكل السوق النقدية قد تغير، حيث أصبحت سوق خارج البنك وهذا التغير بفعل تلك العوامل خاصة العاملين الأخيرين. ونتيجة للوضعية الجديدة للسوق النقدية التي أصبحت

سوق خارج البنك بسبب الفوائض النقدية، تأثرت معدلات الفائدة الدائنة والمدينة المطبقة من طرف البنوك التجارية تجاه العملاء ويظهر هذا التأثير في شكل تراجع لتلك المعدلات .

وبين الجدول التالي ذلك الانخفاض :

الجدول رقم(36) :تطور معدلات الفائدة البنكية (1999- 2000)

2001	2000	1999	
%6,75	%8,5 - %7,0	%10,0- %8,5	معدلات الفائدة الدائنة
%7,5	%11,2 - %8,50	%11,3 - %8,5	معدلات الفائدة المدينة

Source: ABDELKRIM NAAS.opcit.p271.

انطلاقاً من الجدول وبالمقارنة مع انخفاض معدلات الفائدة في السوق النقدية نجد أن تراجع معدلات الفائدة البنكية كان بنسب اقل ارتفاع، خاصة معدلات الفائدة المدينة. فقد اكتفت البنوك العمومية في سوق الإقراض بالمحافظة على زبائنها السابقين دون أن تحدث منافسة بينهم، أما البنوك التجارية الخاصة فقد كانت تفكر في الأنشطة ذات المر دودية السريعة كتمويل عمليات التجارة الخارجية وبالأخص تمويل الواردات. أما متوسط تكلفة الموارد البنكية فقد انخفضت بشكل واضح خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى 2001.

الفرع الثاني :سوق قيم الخزينة : 1999 إلى 2001.

جدول رقم(37) : تطور عمليات مناقصة أدون الخزينة (1999- 2001)

التاريخ	نوع أدون الخزينة	المبالغ بالمليون د.ج	المعدل المرجع %	المتوسط
/11/30 1999	أدون ل 13 أسبوع	12003	9,85	
	أدون ل 26 أسبوع	21557	9,94	
	أدون ل 52 أسبوع	10357	10,04	
	أدون لسنتين	3512	8,00	
/12/31 2000	أدون ل 13 أسبوع	1674	5,9	
	أدون ل 26 أسبوع	12336	6,2	
	أدون ل 52 أسبوع	16587	7,95	
	أدون لسنتين	397	7,5	
	أدون لخمس سنوات	7	8,00	
/12/30 2001	أدون ل 13 أسبوع	3624	5,30	
	أدون ل 26 أسبوع	9710	5,69	
	أدون ل 52 أسبوع	2475	6,20	
	أدون لسنتين	2865	8,00	
	أدون لخمس سنوات	7	8,00	
	سندات خزينة مشابهة جويلية 2002	6760	99,97	
	سندات خزينة مماثلة أوت 2003	3397	99,90	
	سندات خزينة مماثلة سبتمبر 2006	2500	99,58	
	سندات خزينة مشابهة أكتوبر 2006	610	98,91	

Source: : Media bank, n°57, décembre2001 / janvier 2002, p14.

انطلاقا من الجدول أعلاه يمكن أن نلاحظ :

- استمرار معدلات الفائدة في الانخفاض (ماعدا المتعلقة بالسندات لسنتين) وثبات في سعر فائدة لخمس (05) سنوات.
- ظهور أنواع جديدة من أدون الخزينة .
- استمرار ارتفاع مبالغ المناقصة لقيم الخزينة في السوق الأولية (سوق قيم الخزينة داخل السوق النقدية).
- أدون الخزينة لسنتين (02 سنة) عرفت زيادة طفيفة ثم تراجعت قيمة إصدارها عكس قيم الخزينة الأخرى، بحيث أصدرت بـ 3500 مليون دج في سنة 1998 وتناقصت في سنة

2000 وقدر مبلغ الإصدار بـ 397 مليون دج أي بفارق قدره 3115 مليون دج ثم انتقل مبلغ الإصدار لهذه الورقة إلى 2865 مليون دج في سنة 2001 ، وتفسر هذه التغيرات الطفيفة بمعدل الفائدة المنخفض عن هذه الورقة وبالتالي السعر غير جاذب للمستثمرين (7,5% في سنة 2000). وهذا بالمقارنة مع معدل الأذون لـ 52 أسبوع بـ 7,95% وبآجال مختلفة في نفس السنة (2000).

ويعكس وجود أنواع جديدة وبآجال مختلفة من قيم الخزينة في سنة 2000 و 2001 إرادة الخزينة العمومية لإنشاء سوق لقيم الخزينة لأجل قصير ومتوسط ، والتي من شأنها أن تسمح بتوفير الأموال الضرورية لسير خزينة الدولة وبشكل أدق المساهمة في إدارة الدين.

وقد استمرت مبالغ المناقصة لقيم الخزينة في الارتفاع في السوق الأولية (سوق قيم الخزينة داخل السوق النقدية) وهذا بسبب ارتفاع الدين العام في كل سنة¹، فقد ارتفع هذا الأخير خلال الفترة 1990-1999 من 216,4 مليار دج نهاية سنة 1990 إلى 1059,5 مليار دج في 1999 من شهر ديسمبر مع انخفاض طفيف نهاية ديسمبر 2000 بـ 969,1 مليار دج ، ومن بين العوامل التي ساهمت في ارتفاع قيمة الدين العام مايلي :

- انخفاض العملة الوطنية (خسارة في الصرف) .
- عمليات التطهير المالي للمؤسسات العمومية الاقتصادية والتي تكون على عائق الخزينة العمومية.
- إعادة الرسملة للبنوك العمومية.

بالإضافة إلى ذلك وبسبب أن الوضعية المالية الكلية في الجزائر تتأثر بتبعية الاقتصاد الوطني لصادرات المحروقات ولأسعار البترول في سوق الطاقة الدولية ، فإن الصدمة الخارجية التي حدثت في (1998-1999) والمتمثلة في انهيار أسعار البترول قد أثرت على الأداء المالي المحقق، إذ سجلت هذه السنة (1999) انكماش في الأصول الخارجية الصافية وتحددت قيمة هذه الأصول بـ 170 مليار دج.

فقد شهدت الوضعية المالية العامة لسنة 1999 عجزا قدر بـ 0,5% من الناتج الداخلي الخام (PIB)، حيث رصيد ميزانية الدولة سلبي 11,2% مليار دج أي نفقات الميزانية التي قدرت بـ 961,7 مليار دج كانت أكبر من إيرادات الميزانية 950,5 مليار دج.

¹ أنظر الملحق رقم (12) : ارتفاع الدين العام من 2002 إلى 2006 . (تقرير سنوي لبنك الجزائر 2006) ص 205.

وأمام هذه الوضعية تلعب حجم الإصدارات من قيم الخزينة دور أساسي في عملية التمويل فبالخزينة العمومية حتى تحقق التوازن في عملياتها تلجأ إلى إصدار ذلك النوع من الأوراق .

المطلب الثاني: تطور السوق النقدية من 2002 إلى 2004.

الفرع الأول: الاتجاه العام للسوق من 2002 إلى 2004.

أولاً: سوق ما بين البنوك.

لقد شهدت السوق النقدية خلال الفترة المحصورة بين 2002 و 2004 تطوراً ملحوظاً، حيث تحسنت السيولة البنكية، بالإضافة إلى زيادة تنوع عدد المتدخلين في السوق. كما أصبحت هذه السوق القناة الأساسية لإعادة تمويل البنوك والمؤسسات المالية، وذلك بالنظر إلى دورها في إعادة التمويل.

ويظهر الجدول التالي التطورات التي حدثت على مستوى هذه السوق:

الجدول رقم (38): مؤشرات السوق النقدية (2002 – 2004).

الوحدة مليون دج

ديسمبر 2002		جوان 2003		ديسمبر 2003		جوان 2004		ديسمبر 2004	
المبلغ	معدل الفائدة	المبلغ	معدل الفائدة	المبلغ	معدل الفائدة	المبلغ	معدل الفائدة	المبلغ	معدل الفائدة
- المناقصات	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- الأمانات	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- السوق المفتوحة	-	-	-	-	-	-	-	-	-
إجمالي تدخلات بنك الجزائر	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- سوق ليوم واحد	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- سوق لأجل	42525	4.008	43625	3.677	2375	3.961	35875	2.032	1300
إجمالي سوق ما بين البنوك	42525		43625		2375		35875		1300

Source: Media bank, n° 74, octobre / novembre 2004, p18.

يبين الجدول في نهاية كل فترة خلال المدة من 2002 إلى 2004، التالي:

- حجم الصفقات المنفذة في سوق داخل البنك، وسوق ما بين البنوك (أما سوق قسم الخزينة كجزء من السوق النقدية فسيأتي ذكرها لاحقاً).
- الأدوات المطبقة في السوق.
- معدلات الفائدة المستعملة على مستوى كل أداة.

ونلاحظ من خلال الجدول أعلاه تراجع حجم الصفقات بشدة بالمقارنة مع حجمها خلال الفترة (94 – 98)، حيث سجل حجم هذه الصفقات في السوق خلال الفترة من 2002 إلى 2004 تأرجحاً بين 44 مليار دج و 1.300 مليار دج. وبالإضافة إلى ذلك لوحظ على أن السوق أصبحت تتصف بـ :

- غياب تدخلات بنك الجزائر في السوق.
- اقتصار حجم الصفقات المنفذة في سوق ما بين البنوك على الصفقات لفترات لأجل (سوق لأجل)، الأمر الذي يترجم إفراط في حجم السيولة في السوق النقدية، ومن ثم انعدام لجوء البنوك إلى بنك الجزائر لطلب النقود عن طريق آلية عمليات الأمانة (لـ 24 سا ولأجل) أو من خلال نظام مزايدة القروض.
- انخفاض معدلات الفائدة في السوق، وهذا الانخفاض ضمن فرشة [4.0% - 19%] وسبب هذا الانخفاض زيادة العرض الإجمالي للسيولة في السوق على الطلب الإجمالي للسيولة فيها هذا من جهة، ومن جهة أخرى عدم تأثر معدلات الفائدة بمعدلات إعادة الخصم لظالما أن هذه الأخيرة أصبحت تفوق تلك المعدلات.

ثانيا: سوق قيم الخزينة : (2002 – 2004).

جدول رقم (39) : تطور عمليات مناقصة قيم الخزينة 2002-2004 الوحدة (مليون دج)

التاريخ	نوع قيم الخزينة	المبالغ بالمليون دج	المعدل المتوسط المرجح (%)	إجمالي المبالغ
2002/12/31	أذون لـ 13 أسبوع	0901.00	1.65	75419
	أذون لـ 26 أسبوع	5710.00	1.80	
	سندات لسنتين	2860.00	6.00	
	سندات لخمس سنوات	7.00	08.00	
	أذونات الخزينة المماثلة	15700	5.50	
	أذونات الخزينة المماثلة	8029.00	5.25	
	أذونات الخزينة المماثلة	3397	5.98	
	أذونات الخزينة المماثلة	4560	4.25	
	أذونات الخزينة المماثلة	7400	4.5	
	أذونات الخزينة المماثلة	7700.00	4.25	
	أذونات الخزينة المماثلة	2500.00	6.00	
	أذونات الخزينة المماثلة	2915.00	5.00	
	السندات المماثلة للخزينة	3740.00	6.05	
2003/12/31	أذونات لـ 13 أسبوع	1500	1.05	89789
	أذونات لـ 26 أسبوع	5000	1.25	
	سندات لسنتين	7	8.00	
	سندات لخمس سنوات	15900	4.00	
	أذونات الخزينة المماثلة	7400	4.50	
	أذونات الخزينة المماثلة	17700	4.25	
	أذونات الخزينة المماثلة	9162	3.75	
	أذونات الخزينة المماثلة	8000	4.5	
	أذونات الخزينة المماثلة	2500	6.00	
	أذونات الخزينة المماثلة	2915	5.00	
	أذونات الخزينة المماثلة	12020	4.75	
	السندات المماثلة للخزينة	3740	6.05	
	السندات المماثلة للخزينة	3945	5.7	

120064	0.05	2930	أذونات لـ 13 أسبوع	2004/12/31
	0.10	7595	أذونات لـ 26 أسبوع	
	8.00	7	سندات لخمس سنوات	
	3.50	11412	أذونات الخزينة المماثلة	
	4.50	8000	أذونات الخزينة المماثلة	
	2.75	7000	أذونات الخزينة المماثلة	
	3.75	5000	أذونات الخزينة المماثلة	
	3.00	10000	أذونات الخزينة المماثلة	
	6.00	2500	أذونات الخزينة المماثلة	
	5.00	2915	أذونات الخزينة المماثلة	
	4.75	12020	أذونات الخزينة المماثلة	
	4.00	13000	أذونات الخزينة المماثلة	
	3.50	1200	أذونات الخزينة المماثلة	
	4.50	1300	السندات المماثلة للخزينة	
	6.05	3740	السندات المماثلة للخزينة	
	5.75	3945	السندات المماثلة للخزينة	
	5.00	5000	السندات المماثلة للخزينة	

Suorce: Media bank n° 63 décembre / janvier 2003, n°69, décembre/janvier 2004 p 15, n° 75décembre / janvier 2005 p26.

إنطلاقا من الجدول نلاحظ:

- تغيرات طفيفة في معدلات الفائدة (نحو الانخفاض)، وثباتها أحيانا خلال هذه الفترة بالمقارنة مع المرحلة السابقة.
- استمرار ارتفاع مبالغ المناقصة لقيم الخزينة في السوق الأولية كقسم من أقسام السوق النقدية.

لقد سجلت أسعار الفائدة على قيم الخزينة المصدرة وفق آلية المناقصة تغيرات طفيفة نحو الانخفاض وثباتها أحيانا، وهذا نتيجة تراجع معدل التضخم بالمقارنة مع المرحلة السابقة 1999 – 2001 (4.23%) ثم عودة ارتفاعه في سنة 2004.

جدول رقم (40) : تطور معدل التضخم 2001-2004

السنة	2001	2002	2003	2004
المعدل %	4.23	1.42	2.58	3.56

Source: bulletin statistique trimestriel, septembre 2007. P 29.

أما فيما يتعلق بمبالغ المناقصة فقد ارتفعت هذه المبالغ المتعلقة بقيم الخزينة المصدرة في السوق الأولية من 75.419 مليار دج (آخر 2002) إلى 120.064 مليار دج (نهاية 2004) بعد أن صدرت بـ 31.948 مليار دج (نهاية 2003). وهذا الإرتفاع في قيمة الإصدارات يبين دور سوق قيم الخزينة كإحدى أقسام السوق النقدية في تمويل الخزينة العمومية. وكانت تطورات الدين العام الداخلي كالتالي:

جدول رقم (41) : تطورات الدين العام الداخلي (2002 – 2004). الوحدة (مليار دج)

السنة	2002	2003	2004
المبلغ	975.6	1122.8	1251.1

المصدر: التقرير السنوي 2006، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر أكتوبر 2007، ص 205.

كما أن هذه القيم المصدرة من شأنها مواجهة النفقات الجارية (نفقات المستخدمين، منح المجاهدين ...) التي زادت على النحو التالي:

جدول رقم (42) : تطور النفقات الجارية (2002 – 2004) (مليار دج)

السنة	2002	2003	2004
المبلغ	975.6	1122.8	1251.1

المصدر: التقرير السنوي 2006، مرجع سابق، ص 204.

وتجدر الإشارة إلى أن نفقات الميزانية الجارية ونفقات التجهيز قد زادت خلال الفترة (1999 – 2003) بنحو 4.5 نقاط من الناتج الداخلي الخام (PIB)، وهذا من أجل تدعيم برنامج الإنعاش الإقتصادي من جهة، ومن جهة أخرى لتحمل تكاليف نتائج الكوارث الطبيعية¹.

¹-Rapport 2003, evolution economique et monétaire en algerie, avril 2004, p 54

الفرع الثاني: تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية (تعديل حالة الفائض) 2002-2004.

أولاً: تدخلات بنك الجزائر خلال سنة 2002.

تابع بنك الجزائر في سنة 2002 تحسين برنامج النقد وتسيير السيولة الإجمالية خصوصاً التطورات الهامة المنفذة خلال هذه السنة فيما يتعلق بالتنبؤ بالسيولة (العوامل المستقلة...)، وهذا في إطار ضمان الاستخدام الفعال للأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية. علماً أن الهدف الوسيط للسياسة النقدية تمثل في مجموع الأصول الداخلية الصافية لبنك الجزائر وهذا خلال سنوات 1994 – 1998 مع تثبيت الأهداف ثلاثية الشهر، وخلال 2001 – 2002 ظهرت القاعدة النقدية كهدف وسيط.

فقد سمح سير السياسة النقدية من قبل بنك الجزائر، خلال سنة 2002 بتنظيم السيولة البنكية بواسطة الأدوات غير المباشرة قصد الحد من كل أثر تضخمي. حيث تم استعمال أداة غير مباشرة جديدة ابتداءً من أبريل 2002، وهي استرجاع السيولة عن طريق المناقصة من أجل الوصول إلى مراقبة فعالة على المجمعات النقدية، وسمحت هذه الآلية بامتصاص جزء هام من فائض السيولة بمبالغ تتراوح بين 100 و 160 مليار دج خلال سنة 2002. ومن ثمة للحد من الأثر التضخمي لفائض السيولة بتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية من خلال أداة استرجاع السيولة على بياض.

الجدول رقم (43) : بعض مؤشرات السوق النقدية خلال سنة 2002. الوحدة: مليار دج

نهاية كل شهر	31/01	28/02	31/03	30/04	31/05	30/06	31/07	31/08	30/09	31/10	30/11	31/12
معدل امتصاص السيولة	—	—	—	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75
مبلغ امتصاص السيولة	—	—	—	100	130	130	160	160	160	160	160	130
معدل فائدة لأجل %	3.3	3.32	3.19	3.24	3.65	3.62	3.62	3.86	4.05	3.97	4.00	4.20

Source: Media bank n° 58 p 09, n°59 p 12, n°60 p 16, n°61 p27, n°62 p09, n°63 p23.

يبين الجدول:

- المبالغ التي سحبت عن طريق أداة استرجاع السيولة وفق آلية المناقصة: بحيث جميع المبالغ التي سحبت من بنك الجزائر كانت لمدة 07 أيام ما عدا التي سحبت في 18 جوان 2002 والتي كانت لمدة 14 يوم.¹
- معدلات الفائدة المتعلقة بالمبالغ المسحوبة من قبل بنك الجزائر والتي ثبتت عند 2.75% .
- معدلات الفائدة المتوسطة المرجحة المتعلقة بالعمليات لأجل في سوق ما بين البنوك والمسجلة في نهاية كل شهر.

نستنتج من الجدول أن:

معدلات الفائدة لأجل في سوق ما بين البنوك شهدت انخفاضا مستمرا في أواخر ماي 2001 إلى نهاية الثلاثي الأول من سنة 2002 بسبب تزايد السيولة، وقد تعرضت تلك المعدلات لإعادة التعديل شبه الفوري لمنحنى معدلات الفائدة. فبعد أول تطبيق لأداة استرجاع السيولة من قبل بنك الجزائر انتقل معدل الفائدة لأجل من 3.19% إلى 3.24%، وسجلت هذه المعدلات تذبذبا نسبيا ضمن فرشاة (3.24% – 4.20%) دون أن تستمر في الإنخفاض. كما تراجعت الإحتياطيات النقدية الحرة للبنوك إلى 46 مليار دج في نهاية ديسمبر 2002 بعد أن كانت 145.7 مليار دج في نهاية مارس 2002، الأمر الذي يعني تطبيق آلية استرجاع السيولة عن طريق نداء العروض كأداة غير مباشرة للسياسة النقدية قد أدى إلى التراجع في حجم الإحتياطيات الحرة للبنوك.

حيث رفع بنك الجزائر تدريجيا مبلغ استرجاع السيولة، الذي وصل 160 مليار دج في نوفمبر 2002 مقابل 100 مليار دج في أبريل من نفس السنة، وهذا قصد امتصاص الجزء الأهم من فائض السيولة في السوق النقدية. وبالتوازي مع ذلك:

استعمل بنك الجزائر على مدار سنة 2002 مثل سنة 2001 نظام الإحتياطي القانوني بطريقة نشطة، حيث عدلت نسبة الإحتياطي القانوني تبعا لتطورات الإحتياطيات النقدية الحرة للبنوك، ففي ديسمبر 2002 ومن أجل تقليص فائض السيولة تم رفع معدل الإحتياطي القانوني إلى 6.25% بعد أن كان 4.25% من قبل. وقد نتج عن هذه الزيادة في المعدل ارتفاع ودائع البنوك في شكل احتياطي إجباري وصل إلى 122.6 مليار دج في نهاية 2002 مقابل مستوى قدره 43.5 مليار دج في نهاية 2001.²

¹-Media bank n°60, juin/juillet, 2002, p16.

²Rapport 2002, opcit, p 91.

وبالتالي تم استعمال الأداتين غير المباشرتين من قبل بنك الجزائر بمرونة حسب تطور السيولة البنكية وتطور السوق النقدية.

وفي المجموع تراجعت نسبة التضخم إلى 1.4% سنة 2002، نتيجة تساهم في استقرار سعر الصرف الفعلي الحقيقي وفي النجاعة المطلوبة للوساطة البنكية في توزيع الموارد بكفاءة.

ثانيا: تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية في سنة 2003.

لمواجهة فائض السيولة الهيكلية في السوق النقدية ما بين البنوك سنة 2003، وإرساء رقابة فعالة على السيولة البنكية، نشط بنك الجزائر الأداة غير المباشرة الجديدة للسياسة النقدية. حيث عزز بنك الجزائر تدخلاته في هذه السوق برفع مبالغ عمليات استرجاع السيولة في السوق النقدية. وانطلاقا من هذه الآلية قام بنك الجزائر بتعديل السيولة البنكية على أساس تردد أسبوعي مطبقا في ذلك زيادتين متتاليتين لإسترجاع السيولة.

الجدول رقم (44) : بعض مؤشرات السوق النقدية خلال 2003. وحدة :مليار دج

نهاية كل شهر	31/1	28/2	31/3	4/30	31/5	30/6	31/7	31/8	30/9	31/10	30/11	31/12
المبالغ لأجل	39.5	39.5	43.3	46.05	29	43.6	44.3	53.4	39.6	30.6	30.87	2.37
معدل إمتصاص السيولة %	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.00	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75
مبلغ إمتصاص السيولة	160	160	160	160	160	200	200	200	250	250	250	250
معدلات % الفائدة لأجل	4.24	4.24	4.09	3.94	3.83	3.67	3.66	3.56	3.43	3.46	2.83	3.96

Source: Media bank n° 69,68,67,66,65,64.

إنطلاقا من الجدول: قام بنك الجزائر برفع مبالغ عمليات استرجاع أو امتصاص السيولة في السوق النقدية والتي بلغت 200 مليار دج في نهاية جوان 2003، وترافق هذا السحب مع استقرار نسبي في

الإحتياطيات النقدية الحرة للبنوك عند مبلغ 124 مليار دج مقارنة بأفريل و ماي، وهذا بعد أن وصلت هذه الإحتياطيات إلى حد أعلى في فيفري بـ 220.8 مليار دج. كما قام بنك الجزائر في مرحلة لاحقة وبالتحديد في سبتمبر 2003 برفع المبلغ المسترجع أو الممتص إلى 250 مليار دج أي بزيادة قدرها 50 مليار دج مقارنة بالمبلغ المسترجع سابقا، وقد سمح المبلغ المسحوب مجددا بتقليص حجم الإحتياطيات النقدية الحرة للبنوك في أكتوبر ونوفمبر من نفس السنة، حيث انتقل مبلغ هذه الإحتياطيات من 158.9 مليار دج في نهاية أوت إلى 104.1 مليار دج في نهاية نوفمبر، لكن في نهاية ديسمبر 2003 شهدت الإحتياطيات الحرة صعودا مرة ثانية إلى 234.5 مليار دج بسبب المدفوعات النقدية المنفذة من قبل الخزينة العمومية لصالح البنوك العمومية، من خلال دفع قيمة السندات بإعادة الشراء.

ونخلص من الجدول أعلاه إلى:

أن الزيادات في المبالغ المسحوبة وفق آلية نداءات العروض قد دفعت بنك الجزائر في المقابل إلى تخفيض معدل المكافأة على سحب السيولة بـ 0.75% في جوان 2003 (من 2.75% إلى 2.00%)، وبـ 0.25% في سبتمبر 2003 (من 2.00% إلى 1.75%).

أما معدلات الفائدة المتوسطة المرجحة والخاصة بالعمليات لأجل فيما بين البنوك فقد بقيت من جهتها شبه مستقرة خلال السنة وثبتت ضمن مجال من 2.83% إلى 4.24% نتيجة تدخلات بنك الجزائر لاسترجاع فائض السيولة.

أما أداة الإحتياطي الإجباري: فقد كان لها أثر إيجابي على فائض السيولة، فمن أجل ضمان تعديل نهائي للسيولة البنكية أبقى بنك الجزائر نسبة أداة الإحتياطي الإجباري كما هي في سنة 2003 باعتبارها أداة غير مباشرة للسياسة النقدية. حيث بلغت ودائع البنوك عن طريق الإحتياطي الإجباري 126.7 مليار دج نهاية ديسمبر 2003 مقابل 122.2 مليار دج في نهاية جوان 2003 و 109.5 مليار دج في نهاية ديسمبر 2002.¹

ثالثا: تدخلات بنك الجزائر في السوق خلال سنة 2004.

لقد شهدت فترة مارس وأفريل 2004 تدخلا لبنك الجزائر في السوق لاسترجاع السيولة عن طريق نداء العروض المتعدد الأطراف حيث تم رفع المبلغ المسحوب إلى 300 مليار دج أي بزيادة

¹Rapport 2003, opcit, p 114.

قدرها 50 مليار دج بالمقارنة مع المبلغ المسحوب في أواخر 2003، وهذا الحجم الجديد (300مليار دج) تم إعادة النظر فيه خلال العشر الأيام الأخيرة من شهر أفريل. بالإضافة إلى ذلك تم إعادة النظر في المعدل المتعلق بالمبالغ المسحوبة من قبل بنك الجزائر، وذلك بتخفيضه بنصف نقطة من 1.75% إلى 1.25%، مع العلم أن مدة استحقاق العملية هي سبعة (07) أيام.

كما قام بنك الجزائر برفع المبلغ الممتص مرة أخرى، إلى 400 مليار دج نتيجة السيولة الفائضة في السوق، وبمعدل أعيد النظر فيه بتخفيضه بنقطة كاملة إلى 0.25% ولمدة أسبوع¹، وذلك ابتداء من شهر أكتوبر إلى غاية نهاية سنة 2004.

وفيما يخص معدلات الفائدة المتوسطة المرجحة المتعلقة بالعمليات لأجل في سوق ما بين البنوك فقد كانت ضمن مجال (1.5%-3.82%) ووصلت إلى قيمة متدنية في أوت 2004 عند 1.97%.²

أما أداة الاحتياطي الاجباري: فقد قام بنك الجزائر بتنشيط هذه الأداة مرة أخرى وذلك برفع المعدل إلى 6.5%³، بعد أن كان 6.25% في 15 ديسمبر 2002، أي هناك ارتفاع بقيمة ربع نقطة. وإنخفض في نفس الوقت معدل المكافأة على تشكيل الاحتياطيات الإجبارية إلى 1.75% بعد أن كان 2.75%، في حين قدر معدل العقوبة على عدم تشكيل أو نقص تشكيل الاحتياطيات الإجبارية بنقطتين فوق معدل المكافأة على الاحتياطيات الإجبارية.

كما تجدر الإشارة إلى أن إصدارات الخزينة العمومية ساهمت في السحب من فائض السيولة البنكية في السوق النقدية لتصبح هذه السوق (سوق قيم الخزينة) وسيلة مدعمة لتقنية إمتصاص السيولة ونظام الاحتياطي الإجباري.

المبحث الثالث: تطور السوق النقدية ودورها التمويلي من سنة 2005 إلى 2011 .

شهدت السوق النقدية خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2011 استمرارية ارتفاع فائض السيولة البنكية الذي أصبح هيكليا وأصبحت السوق تقتصر على سوق ما بين البنوك للعمليات لأجل وهذا بالإضافة إلى قسم سوق قيم الخزينة، مع قيام بنك الجزائر بتكثيف تدخلاته في السوق لتنظيم السيولة في السوق.

¹-Strategica, revue mensuelle, business et finance, n°2, novembre 2004, p 55.

²-Media Bank n°74, octobre/novembre, 2004, p 11.

³-Media Bank n°75, novembre/décembre, 2004, p 26.

المطلب الأول: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2005.

إن السوق النقدية خلال سنة 2005 قد سجلت حركية أكبر في نشاطها مقارنة بسنة 2004.

الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2005:

لقد عرفت السوق النقدية بين البنوك نشاط أكبر استمرارا خلال سنة 2005 مقارنة بسنة 2004، حيث قفزت المبالغ المتداولة داخل السوق في 2005، وبشكل أدق انتقل حجم المبلغ المتداول من 1.4 مليار دج في نهاية ديسمبر 2004 إلى 76.4 مليار دج في نهاية ديسمبر 2005.¹ وقد كانت المبالغ المتفاوض عليها خلال سنة 2005 وخاصة العمليات لأجل تتأرجح بين 18.2 مليار دج و 76.4 مليار دج، وهذا بعد أن كانت تتذبذب بين 1.4 مليار و 37.8 مليار دج سنة 2004، الأمر الذي يعكس حركية السوق خلال سنة 2005.

أما مبالغ العمليات "ليوم بيوم" فبعد أن كانت معدومة في سنة 2003 وفي سنة 2004، فقد ظهرت بمبالغ متفاوتة وممتدنية خلال بعض الأشهر من سنة 2005. بالإضافة إلى ذلك وجود عرض نقدي غير موظف في السوق والذي تجاوز في جانفي 2005 إجمالي ما بين البنوك (العمليات 24 سا والعمليات لأجل) الأمر الذي يشير إلى وجود فائض السيولة في السوق. وكما كان عليه الأمر في السنوات 2002-2004 لم تلجأ البنوك والمؤسسات المالية خلال سنة 2005 إلى إعادة التمويل لدى بنك الجزائر، وهو ما يؤكد الطابع الهيكلي لفائض السيولة في السوق ما بين البنوك.

ويعكس الاتجاه التصاعدي لمستوى السيولة البنكية بشكل فعلي الطابع الهيكلي لفائض السيولة في السوق، بحيث ارتفعت السيولة البنكية إلى 732 مليار دج في سنة 2005 مقابل 673 مليار دج في سنة 2004.

وبلغ حجم التدفقات في سوق ما بين البنوك في سنة 2005 مبلغ إجمالي قدره 1358.9 مليار دج وهو ضعف المبلغ المسجل في 2004. وتجدر الإشارة إلى أنه منذ تنشيط أداة الاحتياطي الإجمالي في 2001، فإن التدفقات أو العمليات المنجزة في السوق خلال سنة 2005 والمتعلقة بالجزء الآجال من السوق تفوق تلك المتعلقة بجزء "يوم بيوم".

ويفسر أيضا مثل هذا السلوك للمتدخلين في سوق ما بين البنوك بالميزة الهيكلية لفائض السيولة في هذه السوق و تفضيل البنوك المقرضة لآجال استحقاق أطول.²

وخلال نفس هذه السنة تمت عمليات تسديد هامة من طرف الخزينة العمومية لفائدة البنوك العمومية التي كان عدد من بينها يعتبر مقترضا بشكل هيكلي في السوق النقدية ما بين البنوك.

¹ - أنظر الملحق رقم (13)

² - Rapport 2005, banque d'Algérie, évolution économique et monétaire , p156.

أما فيما يتعلق بمعدلات الفائدة في سوق ما بين البنوك، فإن معدل الفائدة المرجح للعمليات لأجل ما بين البنوك قد تقلب ضمن حدود للمعدلات محصورة بين 1.75% و 1.98% خلال الفترة من جانفي إلى أوت، لكي تقع بعد ذلك بين 2.00% و 2.12% في الفترة من سبتمبر إلى ديسمبر 2005، وهذا الانتقال تم في ظرف تميز بتمديد آجال الاستحقاق المتفاوض بشأنها في السوق. في حين معدل الفائدة المرجح ليوم بيوم فقد كان ثابتا طيلة الأربع الأشهر الأولى من سنة 2005 عند 1.09375% ثم انتقل هذا المعدل إلى 1.21875% في شهر أوت. بالنسبة أيضا لسنة 2005، يمكن إظهار آخر المعدلات لكل فترة نضج تم التفاوض بشأنها في سوق ما بين البنوك علما أن فترات النضج تتراوح بين 24 سا وسنتين.

24 سا 1.09375 % / 1.2187 %

07 أيام 1.81250 %

01 شهر 1.90625 %

أسبوعان 1.84375 %

02 شهر 1.90625 %

03 أشهر 2.18750 %

06 أشهر 2.50000 %

04 أشهر 2.12500 %

الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2005:

عرفت السوق الأولية (سوق الإصدار) لقيم الخزينة نوع من الجمود في السداسي الأول من سنة 2005 بحكم التدفق الضعيف للإكتتابات في قيم الخزينة. وقد وصل مبلغ هذا القائم من قيم الخزينة المكتتب فيها 126.8 مليار دج في نهاية جوان 2005،¹ مقابل 120 مليار دج في نهاية ديسمبر 2004.

كما سجلت سنة 2005 صرامة في تحديد معدلات الفائدة المتعلقة بالسوق الأولية والعكس في السداسي الثاني من سنة 2005، فقد كان هناك تجدد لنشاط السوق الأولية لقيم الخزينة حيث وصل مبلغ القائم من قيم الخزينة المصدرة عن طريق نظام المناقصة في السوق النقدية إلى 171.8 مليار دج، في نهاية ديسمبر 2005 (مقابل 120 مليار دج نهاية ديسمبر 2004)، وهو ما يمثل ارتفاعا بمقدار 43.17%. ويعزو هذا الاتجاه المتزايد إلى رفع بنك الجزائر لمعدلات الفائدة المتعلقة باسترجاع السيولة لسبعة (07) أيام الذي انتقل من 0.75% إلى 1.25% في جويلية 2005، وإلى إدخال في أوت 2005 آلية استرجاع السيولة لثلاثة أشهر، بمعدل فائدة حدد عند 1.90%، بالإضافة إلى ذلك تم إصدار أداة

¹—Media Bank, 78 opcit, p29.

التسهيل الخاصة بالوديعة المغلقة للفائدة في سبتمبر 2005 بمعدل فائدة 0.30% ويعتبر مثل هذا المعدل الأخير بمثابة الحد الأدنى ضمن تسلسل المعدلات المطبقة من طرف بنك الجزائر.

وقد بلغ إجمالي مبالغ قيم الخزينة المصدرة وفق نظام المناقصة في السوق الأولية وسندات في شكل إعادة شراء ديون غير ناجعة على المؤسسات العمومية إلى 792.76 مليار دج في نهاية ديسمبر 2005 مقابل 774.5 مليار دج نهاية ديسمبر 2004.¹

وفيما يتعلق بالدين العمومي الداخلي فإن هذا البند تم تغذيته بقيم الخزينة المصدرة ليبلغ هذا البند 1038.9 مليار دج أي بنسبة 13.9% من الناتج الداخلي الخام PIB سنة 2005، وفي نفس الفترة ارتفعت النفقات الجارية في المتوسط بنسبة 9.2% بين 2002 و 2005 ونفقات التجهيز بـ 25.9% سنة 2005، وينصب هذا الاتجاه على الجهد الميزاني الموجه لإنعاش النشاط الاقتصادي انطلاقاً من التحفيز الميزاني الذي توفره مختلف برامج النفقات العمومية من برنامج التنمية الفلاحية، برنامج إعادة إنجاز البنى التحتية التي دمرها زلزال 2003، البرنامج التكميلي لدعم النمو 2005-2009، البرنامج التكميلي الخاص بتنمية ولايات الجنوب...).

الفرع الثالث : تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية في السوق خلال سنة 2005:

من أجل احتواء فائض السيولة الهيكلي والحد من آثاره السلبية على التضخم، كثف بنك الجزائر خلال سنة 2005 استخدام ثلاث (03) أدوات للسياسة النقدية والتي تتمثل فيما يلي:

- استرجاع السيولة على بياض المتعددة الأطراف لفترة نضج 07 أيام و 03 أشهر (وسيلتي السوق).
- الاحتياطي الإجباري.
- التسهيل الخاصة بالوديعة المغلقة للفائدة (تسهيل دائمة).

أي خلال سنة 2005، دفع فائض السيولة الهيكلي في السوق النقدية ما بين البنوك نتيجة سلوك العامل المستقل "التغير الإيجابي للأصول الخارجية الصافية" بنك الجزائر إلى إدارة جيدة للسياسة النقدية، حيث قام هذا الأخير بتنشيط أداة استرجاع السيولة عن طريق نداء العروض في السوق النقدية، حيث سجلت عمليات استرجاع السيولة زيادتين متتابعتين في فيفري ومارس 2005 لتصل إلى 450 مليار دج وهو نفس المبلغ في نهاية 2005، مقابل 400 مليار دج نهاية 2004 و 250 مليار دج نهاية ديسمبر 2003.

¹-Rapport 2005, opcit, p158.

كذلك في السداسي الثاني من سنة 2005، أدخل بنك الجزائر إضافة إلى أداة استرجاع السيولة على بياض لفترة نضج 07 أيام والاحتياطات الإجبارية للبنوك، أداتين جديدتين كأدوات غير مباشرة للسياسة النقدية:

- استرجاع السيولة لفترة نضج ثلاثة أشهر بمعدل فائدة 1.90%.
 - تسهيلة دائمة تسمى تسهيلة الوديعة المغلفة للفائدة أين ثبت معدل الفائدة عند 0.3%.
- والتطبيق الفعلي لهاتين الأداتين حدث على التوالي في أوت وسبتمبر 2005. وتجدر الإشارة إلى أن معدل الفائدة لعملية استرجاع السيولة لـ 07 أيام قد عرف ارتفاع طفيف في جويلية 2005 ليلبلغ معدل قدره 1.25%.

الجدول رقم (45) مؤشرات تسهيلة الوديعة المغلفة للفائدة نهاية الشهر سنة 2005 الوحدة مليون دينار

الفترة	2005/09/30	2005/10/31	2005/12/31
تسهيلة الوديعة المغلفة للفائدة			
- مبلغ التسهيلة.	102850.00	159200.00	49750.00
- معدل فائدة التسهيلة.	0.300%	0.300%	0.300%

Source: Media Bank, opcit, N° 80 p34, N°82 p17.

انطلاقاً من الجدول نجد أن البنوك قد وظفت في إطار عملية تسهيلة الوديعة المغلفة للفائدة لدى بنك الجزائر مبالغ بمعدل فائدة ثابت قدر بـ 0.300%.

وسمحت هذه الأداة لبنك الجزائر بامتصاص شبه إجمالي للاحتياطات النقدية الحرة للبنوك، حيث انخفضت أرصدة هذه الأخيرة إلى 28 مليار دج نهاية ديسمبر 2005 مقابل 115.8 مليار دج نهاية ديسمبر 2004 و 234.15 مليار دج نهاية ديسمبر 2003.¹

أما بالنسبة لأداة الاحتياطي الإجباري، فقد أبقى بنك الجزائر نسبة هذه الأداة كما هي خلال سنة 2005 دون تغيير عند معدل 6.5% كأداة غير مباشرة للسياسة النقدية.

وقد انتقل هدف تشكيل الاحتياطات الإجبارية من 157.3 مليار دج نهاية 2004 إلى 171.5 مليار دج، وهو بمثابة سحب إضافي للأموال من فائض السيولات البنكية.

وهكذا فإن الهدف النهائي للسياسة النقدية المعبر عنه بواسطة استقرار الأسعار، قد تم تحقيق معدل تضخم 1.6% على أساس معدل سنوي في 2005، ويعتبر هذا الأداء المحقق في هذه السنة في مجال إدارة إستراتيجية هدف التضخم جد معتبر في ظل ظرف اتسم بتوسع نقدي بوتيرة بلغت 11.2% في سنة 2005.

¹Rapport 2005 opcit, p157.

المطلب الثاني: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2006

الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2006

أمام السيولة المتعاضمة للنظام البنكي ، عرفت السوق النقدية بين البنوك نشاطا أقل استمرار خلال سنة 2006 مقارنة بسنة 2005. بعد قفزة في حجم المبلغ المتداول بين البنوك في 2005 والذي انتقل من 1.4 مليار دج في نهاية ديسمبر 2004 إلى 76.4 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2005 ، فقد تراجع هذا المجموع خلال 2006 ليلبلغ 7.3 مليار دج نهاية ديسمبر من نفس السنة. وقد تم على وجه الخصوص، رصد انخفاضين محسوسين خلال السداسي الثاني من سنة 2006، كانت المرة الأولى في جويلية حيث المبلغ المتداول 31.62 مليار دج أي بانخفاض قدره 58.6% والثانية في ديسمبر بانخفاض 90.4%.

وتجدر الإشارة إلى أن البنوك والمؤسسات المالية في سنة 2006 لم تلجأ إلى إعادة التمويل لدى بنك الجزائر، وهذا منذ الإشارات الأولى التي تم رصدها اعتبارا من السداسي الثاني 2001 الأمر الذي يشير إلى فائض السيولة البنكية وإلى تحسن النظام البنكي منذ سنة 2002.

وتتجلى الطبيعة الهيكلية لفائض السيولة في الاتجاه التصاعدي في مستوى السيولة البنكية الذي تزايد بنسبة 56.68% خلال سنة 2006، حيث ارتفع قائم السيولة البنكية إلى 1146.9 مليار دج في نهاية ديسمبر 2006 مقابل 732 مليار دج في نهاية ديسمبر 2005. ويعرض الجدول الموالي مؤشرات سوق ما بين البنوك في شهري جانفي وفيفري من سنة 2006.

جدول رقم (46): وضعية سوق ما بين البنوك في نهاية جانفي وفيفري 2006 الوحدة : مليون دج

النوع	2006/01/31	2006/02/28	التغير
الطلب المعبر عنه في سوق ما بين البنوك	10.500.00	9.000.00	1.500.00 -
عرض المبالغ لـ 24 سا	5.500.00	4.160.00	1.340.00 -
عرض المبالغ لأجل	62.250.00	74.030.00	11.780.00
إجمالي عرض الأموال القابلة للإقراض	67.750.00	78.190.00	10.440.00

Source : Media Bank n° 82, Op Cit, P02.

يظهر الجدول أن:

عرض الأموال القابلة للإقراض والموظفة في السوق قد سجلت زيادة في نهاية فيفري 2006 والتي قدرت بـ 10.44 مليار دج ، ويتعلق هذا التدفق الصافي الإيجابي بقسم التوظيف لأجل ، وقد تم التفاوض حول هذا القائم في نهاية الفترة بشكل كلي في الشطر الآجل للسوق النقدية بين البنوك. إضافة إلى ذلك تميزت سنة 2006 بغياب شبه كامل للنشاط في سوق ما بين البنوك " يوما بيوم" كما يشهد على ذلك العدد المحدود جدا للمعاملات المحققة خلال شهر جانفي ، فيفري ، ديسمبر 2006. ويفسر الاتجاه نحو الانخفاض للطلب على السيولة المعبر عنه في سوق ما بين البنوك أساسا بواسطة المدفوعات النقدية المعتبرة والتي قامت بها الخزينة العمومية لفائدة بعض البنوك العمومية التي كانت في وضعية المقرض الهيكلي في سوق ما بين البنوك.

كما نضيف إلى ذلك إلى أن تكوين السيولة البنكية مرتبط أيضا بتطور مجموع الموجودات الخارجية الصافية ، حيث بلغ هذا المجموع ذي الأهمية البالغة في الوضعية النقدية المجمعة 5.515.05 مليار دج في نهاية ديسمبر 2006 مقابل 4.856.77 مليار دج في نهاية جوان 2006 و 4.179.66 مليار دج في نهاية ديسمبر 2005. وإذا جئنا إلى معدلات الفائدة في سوق ما بين البنوك ، فإن الجدول التالي يعرض هذه المعدلات المتعلقة بشهري جانفي وفيفري 2006.

جدول رقم (47): معدلات الفائدة المتوسطة المرجحة في سوق ما بين البنوك لشهري جانفي

وفيفري 2006

المعدلات	2006/01/31	2006/02/28	التغير
المعدل المتوسط المرجح ليوم بيوم	% 1,21875	% 1,21875	-
المعدل المتوسط المرجح للعمليات لأجل	% 2,00884	% 1,99833	% 0,01(-)

Source : Media Bank n° 82, opcit, P02.

وبشكل أوسع الطبيعة الضيقة لسوق ما بين البنوك خلال سنة 2006، خاصة تقلب المعدل المتوسط المرجح للعمليات بين البنوك بشكل طفيف ضمن حدود للمعدلات محصورة بين 1.200% و 2.91465% ، وهذا لفترات نضج تتراوح بين سبعة أيام وسنتين.

ويمكن عرض آخر المعدلات لكل فترة نضج تم التفاوض بشأنها في سوق ما بين البنوك لسنة

2006 كما يلي:

24 ساعة : 1.21875%

07 أيام : 1.93750%

01 شهر : 2.00000%

02 شهر : 2.34375%

03 أشهر : 2.34375%

06 أشهر : 2.81250%

12 شهرا : 3.12500%

24 شهرا : 3.50000%

الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2006:

تشير الوضعية النقدية المجمعة إلى أن الخزينة العمومية أصبحت تشكل دائن صافي للنظام البنكي إبتداء من نهاية 2004 ، وهذا لأهمية صندوق ضبط الإيرادات ، وذلك رغم لجوئها إلى التسيقات الاستثنائية لبنك الجزائر في سنة 2006 بمبلغ 627.8 مليار دج استعملت للتسديد المسبق للدين الناتج عن إعادة الجدولة . وبناءا على ذلك تم تحويل جزء من الدين الخارجي الناتج عن إعادة الجدولة إلى دين داخلي على الخزينة لصالح بنك الجزائر ، ودون اللجوء إلى الإقتطاع من صندوق الضبط .

ومثل هذا العمل يرفع مبلغ الدين العمومي الداخلي الذي زادت تغذيته من جهة أخرى بواسطة عمليات إعادة شراء الديون البنكية غير الناجعة ، علما أن حجم الدين العمومي الداخلي قد بلغ 1847.3 مليار دج سنة 2006 أي بزيادة قدرها 77.81% في نفس السنة¹، ومن هنا يأتي دور القائم من قيم الخزينة المصدرة عن طريق نظام المناقصة في السوق النقدية ، في تدعيم الدين العمومي الداخلي ، خاصة وأنه خلال سنة 2006 تم تسجيل إرتفاع في الحساب الجاري للخزينة ، والذي يفسر أساسا بواسطة إيرادات الجباية البترولية وأيضا زيادة القائم من قيم الخزينة المصدرة . وقد وصل مبلغ هذا القائم إلى 284.2 مليار دج في نهاية ديسمبر 2006 مقابل 171.8 مليار دج في نهاية ديسمبر 2005 ، وهو ما يمثل إرتفاعا بمقدار 65.4% . إضافة إلى دور هذا القائم من قيم الخزينة في

¹ - أنظر الملحق رقم(14)

تمويل الخزينة العمومية ، فمن شأنه أيضا أن يساهم في تخفيض السيولة البنكية الزائدة . وتجدر الإشارة إلى أن الزيادة في هذا القائم من قيم الخزينة قد خصت أساسا فترات النضج المحصورة بين 05 و 10 سنوات .

كما أضيفت فترتي نضج جديدتين إلى منحنى معدلات الفائدة لقيم الخزينة ، ويتعلق الأمر بأذونات الخزينة المماثلة (BTA) لثلاث (03) سنوات تم الشروع في إصدارها ابتداء من جوان 2006 إلى جانب سندات مماثلة خاصة بالخزينة لفترة أنضج 15 سنة بدأ إصدارها في جويلية 2006 ، وقد ساهما هذان الإصداران الجديان في زيادة حجم الديون القائمة لقيم الخزينة بمبلغ 32.8 مليار دج نهاية ديسمبر 2006

أما فيما يتعلق بالمعدلات المتوسطة المرجحة لقيم الخزينة فقد سلكت إتجاه تصاعدي ابتداء من فيفري 2006 ونتج عن هذا التطور في معدلات الفائدة في سوق قيم الخزينة تقديم منحنى جديد للمعدلات :

— أذونات الخزينة قصيرة الأجل (BTC) لفترة 13 أسبوعا	1.54%
— أذونات الخزينة قصيرة الأجل (BTC) لفترة 26 أسبوعا	2.21 %
— أذونات الخزينة المماثلة (BTA) لفترة سنة واحدة	2.60%
— أذونات الخزينة المماثلة (BTA) لفترة سنتين	2.89%
— أذونات الخزينة المماثلة (BTA) لفترة ثلاث سنوات	3.10%
— أذونات الخزينة المماثلة (BTA) لفترة 5 سنوات	3.70%
— السندات المماثلة للخزينة (OAT) لفترة 07 سنوات	4.27 %
— السندات المماثلة للخزينة (OAT) لفترة 10 سنوات	4.86 %
— السندات المماثلة للخزينة (OAT) لفترة 15 سنة	5.00 %

الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر في السوق لتنظيم السيولة البنكية خلال سنة 2006. أولاً: اليات التدخل.

وفي الحقيقة كثف بنك الجزائر على غرار سنة 2005 استعمال ثلاث وسائل للسياسة النقدية لامتناس فائض السيولة الهيكلية والحد من آثاره السلبية على التضخم وتتمثل هذه الأدوات في:

- إسترجاع السيولة لفترة نضج 07 أيام و 03 أشهر (وسيلتي السوق)
- التسهيلة الخاصة بالوديعة المغلة للفائدة كتسهيلة دائمة
- الاحتياطي الإلجباري

حيث قام بنك الجزائر بتثبيت المبلغ الإجمالي لاسترجاع السيولة عند حوالي 450 مليار دج خلال سنة 2006 ، وهذا بعد إدخال نظام المناقصات لثلاث أشهر في أوت 2005 بمعدل 1.9% كتدعيم لعملية امتناس السيولة في السوق.

بالإضافة إلى ذلك فقد سجل هيكل إسترجاع السيولة حسب آجاله تغيرا عميقا بالنظر إلى أن حصة إسترجاع السيولة لثلاثة أشهر قد بلغت 81.7% في نهاية ديسمبر 2006 مقابل 66.7% في نهاية ديسمبر 2005، كما قام بنك الجزائر برفع معدل إسترجاع السيولة لثلاثة أشهر بنقله في فيفري من 1.9% إلى 2.00%.

أما التسهيلة الدائمة والمتمثلة في التسهيلة الخاصة بالوديعة المغلة للفائدة فقد تم تنشيطها أكثر خلال سنة 2006 لتعقيم كمية هامة من سيولة البنوك، حيث ارتفع مبلغ التسهيلة الدائمة إلى 456.7 مليار دج نهاية ديسمبر 2006، بمعدل فائدة ثابت ومستقر عند 0.30% وهذا مع تسجيل ارتفاعات هامة خلال جانفي ، ماي، جويلية، نوفمبر، ديسمبر من سنة 2006.

وبالنسبة لتطبيق أداة الاحتياطي الإلجباري كأداة غير مباشرة للسياسة النقدية فقد شكلت السيولة البنكية المعقمة من قبل بنك الجزائر في إطار الاحتياطات الإلجبارية نسبة 18.73% من فائض السيولة الممتص من قبل بنك الجزائر نهاية ديسمبر 2006 مقابل 25.55% نهاية ديسمبر 2005، مع العلم أن معدل هذه الأداة بقي عند 6.5% وبنسبة مكافأة من طرف بنك الجزائر بنسبة 1%.

ثانيا: تقييم تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية خلال سنة 2006.

إن حالة فائض السيولة البنكية الذي أصبح هيكليا حتى في سنة 2006 ، قد دفع بنك الجزائر إلى استخدام ثلاث أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية والمتمثلة في إسترجاع السيولة والتسهيلة الدائمة وأداة الاحتياطي الإلجباري ، وذلك من أجل مراقبة المجاميع النقدية بفعالية أكبر. فقد أبقت السلطة

النقدية على استعمال أداة استرجاع السيولة خاصة المتعلقة بفترة النضج لثلاثة أشهر ، بالإضافة إلى الإستعمال المتزايد للتسهيل الدائمة التي تتم بمبادرة البنوك إلى جانب أداة الاحتياطي الإجباري وتبني الأهداف الكمية الخاصة بنمو المجاميع النقدية والقرضية في سنة 2006.

حيث سمحت إدارة السياسة النقدية خلال سنة 2006 باستخدام هذه الأدوات بامتصاص مبلغ متوسط قدره 878.9 مليار د ج من مبلغ إجمالي لفائض السيولة يقدر بـ 909.81 مليار د ج أي ما يمثل نسبة امتصاص تقدر في المتوسط بـ 96.61% ، وقد كان توزيع إسترجاع السيولة بين مختلف أدوات السياسة النقدية وعلى أساس متوسط سنوي كالتالي:

- استرجاع السيولة بواسطة نداءات العروض : 49.43% وهو ما يعادل مبلغ متوسط قدره 449.7 مليار د ج
 - التسهيل الدائمة 26.72% وهو ما يعادل مبلغ متوسط قدره 243 مليار دينار جزائري
 - الاحتياطي الإجباري : 20.46% وهو ما يعادل مبلغ متوسط قدره 186.1 مليار د ج.
- وتجدر الإشارة إلى أن أداة التسهيل الدائمة التي تم إدخالها في أوت 2005، والتي مكنت البنوك من تقديم ودائع لآجال استحقاق 24 ساعة لدى بنك الجزائر ، كانت أداة ناجعة خلال سنة 2006، وهذا بسبب فائض السيولة لدى بعض البنوك خلال الأيام العشرة الأخيرة من الشهر ، فقد انتقل مبلغ التسهيل الدائمة بشكل مرتفع من 49.7 مليار د ج نهاية 2005 إلى 456.7 مليار د ج نهاية 2006، أي بنسبة نمو قدرت بـ 818.91%.بالإضافة إلى ذلك تجاوز مبلغ التسهيل الدائمة المبلغ المتعلق بامتصاص السيولة (450 مليار د ج) حيث سمحت التسهيل الدائمة للبنوك بإدارة سيولتها البنكية في الأجل القصير بشكل مرن وقد حدد معدلها عند 161 نقطة أساسية تحت معدل الفائدة المتوسط على عمليات إسترجاع السيولة حيث مهما كانت وتيرة الانخفاض في المعدل المتوسط المرجح للعمليات في السوق النقدية فإن معدل السوق ليوم بيوم لم يستطع تجاوز الحد الأدنى المحدد بـ 0.30% والمتعلق بالتسهيل الدائمة.

وهكذا يكون لبنك الجزائر استخدام نقدي يمكنه من مواصلة مواجهة حالة فائض السيولة الذي أصبح هيكليا. وقد تم تحقيق الهدف النهائي للسياسة النقدية والمتمثل في معدل التضخم عند 3% في المدى المتوسط أي المعبر عنه بواسطة استقرار الأسعار في الأجل المتوسط ، ومثل هذا الأداء المحقق

في إطار إدارة إستراتيجية هدف التضخم يعتبر ذو أهمية بالنظر إلى الوضع الذي اتسم بتوسع نقدي بواقع 18.67% سنة 2006.

المطلب الثالث: دراسة لوضعية السوق النقدية خلا سنة 2007.

الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2007.

خلال سنة 2007 وعلى منوال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2006 لم تلجأ البنوك والمؤسسات المالية لإعادة التمويل لدى بنك الجزائر ، الأمر الذي يؤكد استمرارية الطابع الهيكلي لفائض السيولة في السوق ما بين البنوك. وشهدت سوق ما بين البنوك إنتعاش نسبي في نشاطها خلال سنة 2007 بالمقارنة مع سنة 2006 وهذا في ضوء تعاظم السيولة البنكية، فقد انتقل حجم المبلغ المتداول بين البنوك من 7.3 مليار دج نهاية ديسمبر 2006 إلى 16.3 مليار دج نهاية ديسمبر 2007، وهذا بعد التراجع المسجل خلال سنة 2006، ويبقى هذا التحسن في سنة 2007 دون بلوغ قائم العمليات المحقق في نهاية 2005 بمبلغ 76.4 مليار دج.

ويظهر الطابع الهيكلي لفائض السيولة في الاتجاه المتصاعد لمستوى السيولة البنكية ، حيث ارتفع هذا القائم إلى 2001.18 مليار دج نهاية ديسمبر 2007 مقابل 1146.94 مليار دج نهاية ديسمبر 2006، وهكذا ارتفع قائم السيولة البنكية بنسبة 74.48% في 2007 مقابل 56.68% في 2006.

وتجدر الإشارة إلى أن عملية التفاوض في سوق ما بين البنوك كانت تخص بشكل كلي القسم الآجل من السوق باستثناء شهري أفريل وماي من سنة 2007، في حين أظهر قسم السوق بين البنوك للعمليات ليوم بيوم غياب شبه كلي للنشاط مع وجود عدد محدود جدا من العمليات المنفذة. كما عرف نشاط سوق ما بين البنوك بعض الانتعاش في السداسي الثاني من سنة 2007 بالمقارنة مع السداسي الأول، حيث وصل حجم العمليات المتفاوض بشأنها في السوق 16.3 مليار دج نهاية ديسمبر 2007 مقابل 10.9 مليار دج نهاية جوان 2007 ، علما أن العمليات المنفذة في السداسي الثاني من سنة 2007 قد اقتصر على القسم الآجل من السوق ، حيث استفادت المؤسسات المالية المتخصصة في القرض بالإيجار وقروض الاستهلاك من عمليات الاقتراض لأجل المنفذة في السوق بين البنوك.

وخلال نفس السنة شوهد انخفاض للطلب على السيولة المعبر عنه في السوق (مع ارتفاع ضعيف في الطلب على السيولة)، وهذا نتيجة عمليات التسديد الهامة من قبل الخزينة العمومية لفائدة

البنوك العمومية بمبلغ 47.5 مليار دج، حيث يوجد عدد من هذه البنوك في وضعية المقترض بشكل هيكلي في السوق بين البنوك. كما ارتبط تكوين السيولة البنكية إلى حد كبير بتطور مجموع الموجودات الخارجية الصافية حيث انتقل مجموع هذه الموجودات إلى 7415.56 مليار دج نهاية ديسمبر 2007 ومبلغ 6419.44 مليار دج نهاية جوان 2007 مقابل 5515.05 مليار دج نهاية ديسمبر 2006، أي أن هناك نمو جد قوي لهذا القوائم خلال سنة 2007 بنسبة تقدر بـ 34.46%، كما ساهم هذا القوائم في التوسع النقدي، في الوقت الذي تجاوز فيه قوائم هذا المجموع أكثر فأكثر قوائم الكتلة النقدية M_2 (5994.6 مليار دج نهاية 2007)¹.

أما فيما يتعلق بالمعدل المتوسط المرجح للعمليات بين البنوك فقد تقلب هذا المعدل بشكل طفيف ضمن فرشة للمعدلات محصورة بين 2.8080% و 2.9614% خلال الفترة الممتدة من جانفي إلى أفريل 2007، وهذا ما يشير إلى الطبيعة الضيقة لسوق ما بين البنوك، ثم ارتفع هذا المعدل ليتقلب ضمن فرشة 3.3662% و 3.0465% في الفترة الممتدة من ماي إلى ديسمبر 2007، وتجاوز هذا الارتفاع أيضا تلك المعدلات التي تحددت خلال سنة 2006 ضمن فرشة 1.9394% و 2.9147%. وهكذا سجل المعدل المتوسط المرجح للعمليات في سوق ما بين البنوك ارتفاعا بـ 84 نقطة في السداسي الثاني سنة 2007 حيث قفز من معدل يساوي 3.28199% نهاية جوان 2007 إلى 3.36628% نهاية ديسمبر 2007، وهذا الارتفاع نتيجة تمديد آجال العمليات داخل سوق ما بين البنوك.

الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2007

لقد زاد الجهد الميزاني المخصص لإنعاش النشاط الاقتصادي من خلال مختلف برامج النفقات العمومية، وهذا خلال سنتي 2006 و 2007 ويشهد على ذلك النمو الأكثر سرعة في نفقات الاستثمار مقارنة بنفقات التشغيل، حيث ارتفعت الأولى بـ 76% بين 2005 و 2007 (من بينها 39.9% في 2007)، في حين ارتفعت الثانية بـ 34.3% (من بينها 16.3% في 2007).

كما ارتفعت النفقات الجارية بمعدل 16.3% سنة 2007 بما فيها نفقات المستخدمين التي تشكل ثاني أهم بند في النفقات الجارية بعد التحويلات الجارية، حيث ارتفعت نفقات المستخدمين بـ 16.6% في نفس السنة، كما ارتفعت منح المجاهدين بـ 13.7% والمصالح الإدارية بـ 12.9% أما

¹ - أنظر الملحق رقم (15).

التحويلات الجارية خارج المصالح الإدارية والتي تمثل 39.7% من النفقات الجارية فقد سجلت أقوى الإرتفاعات بواقع 28.4%. بينما انتقلت نسبة نفقات التجهيز/ إجمالي الناتج الداخلي من 10.8% سنة 2003 إلى 15.1% سنة 2007.

من هنا يأتي دور الدين العمومي الداخلي في المساهمة في مواجهة تلك النفقات ، وقد سجلت قيمة هذا الدين تراجع إلى 1102.9 مليار دج سنة 2007 بعد أن كانت 1847.3 مليار دج سنة 2006، وهذا التخفيض في قائم الدين العمومي الداخلي نتج عن التدعيم في الطاقة التمويلية للخزينة في المستوى العالي في مخزون إيدارها المالي المودع لدى بنك الجزائر ، حيث بلغ القائم الإجمالي لودائع الخزينة لدى بنك الجزائر 3295.2 مليار دج في 2007 مقابل 3222.5 مليار دج في 2006، وتجاوز هذا المستوى في قائم الودائع نهاية 2007 مبلغ النفقات العمومية الكلية المحققة في نفس السنة هذا من جهة. ومن جهة أخرى إرتفاع قائم صندوق ضبط الإيرادات الذي بلغ 3215.5 مليار دج في 2007 مقابل 2931 مليار دج نهاية 2006.

وهكذا سمح قيام الخزينة في نوفمبر 2007 بتسديد كامل تسبيقات بنك الجزائر ، الأمر الذي سمح بتخفيض فعلي لمصدر من مصادر التوسع في السيولة البنكية. ومن ثمة أصبح التغير في ودائع الخزينة لدى بنك الجزائر (عكس سنة 2006) يشكل من زاوية تقليص السيولة البنكية، العامل المستقل الثالث في تفسير التوسع في السيولة سنة 2007. ومع ذلك سجلت سنة 2007 ارتفاعا بمبلغ 784.15 مليار دج في حجم الودائع الصافية للإدارات العمومية، ونتج هذا الارتفاع عن التسديد الذي قامت به الخزينة العمومية.

بالإضافة إلى ذلك مساهمة الزيادة في قائم قيم الخزينة المصدرة عن طريق نظام المناقصة في السوق النقدية في رفع مبالغ الحساب الجاري للخزينة العمومية خلال سنة 2007، فضلا عن إيرادات الجباية البترولية وعمليات الدفع. وقد انتقل مبلغ هذا القائم من 281.8 مليار دج نهاية ديسمبر 2006 إلى 317.3 مليار دج نهاية ديسمبر 2007. ومن المفيد أن نشير إلى أن الزيادة في هذا القائم المتعلق بقيم الخزينة بنسبة 12.6% ارتبطت أساسا بفترات النضج المحصورة بين 05 و 10 سنوات

كما أضيفت فترتي نضج جديدتين إلى منحنى معدلات الفائدة لقيم الخزينة ، ويتعلق الأمر بأونات الخزينة المماثلة BTA لثلاث سنوات وسندات مماثلة خاصة بالخزينة لفترة 15 سنة، وقد ساهما هذان الإصداران (تم الشروع في إصدارهما في جوان و جويلية 2006) في زيادة قائم قيم الخزينة بمبلغ

74.2 مليار رديج نهاية ديسمبر 2007. وقد نتج عن التطور في معدلات الفائدة في سوق قيم الخزينة إعطاء منحني جديد للمعدلات، بعد تسجيل اتجاه تصاعدي للمعدلات المتوسطة المرجحة لقيم الخزينة سنة 2007:

أذونات الخزينة قصيرة الأجل BTC لفترة 13 أسبوع	0.14 %
أذونات الخزينة قصيرة الأجل BTC لفترة 26 أسبوع	0.30 %
أذونات الخزينة المماثلة BTA لفترة سنة واحدة	2.60 %
أذونات الخزينة المماثلة BTA لفترة سنتين	2.90 %
أذونات الخزينة المماثلة BTA لفترة ثلاث سنوات	3.10 %
أذونات الخزينة المماثلة BTA لفترة 05 سنوات	3.64 %
السندات المماثلة للخزينة OAT لفترة 07 سنوات	4.21 %
السندات المماثلة للخزينة OAT لفترة 10 سنوات	4.75 %
السندات المماثلة للخزينة OAT لفترة 15 سنوات	5.00 %

الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر في السوق لتنظيم السيولة خلال سنة 2007.

أولا- تدخلات بنك الجزائر في السوق.

لإمتصاص فائض السيولة الهيكلية وتفادي آثاره التضخمية السلبية ، كثف بنك الجزائر خلال سنة 2007 تدخلاته في السوق النقدية بإستخدام أداة استرجاع السيولة لفترات نضج سبعة أيام وثلاثة أشهر، وقد إعتمد على هذه الأداة بشكل أكبر خلال السداسي الثاني من سنة 2007 في مجال إدارة السياسة النقدية، وهذا بالمقارنة مع التسهيل الدائمة وأداة الاحتياطي الاجباري. فأمام الاتجاه المتزايد للسيولة البنكية، علما أن مبلغ العوامل المستقلة المساهمة في السيولة تجاوزت مبلغ العوامل المستقلة المقصصة للسيولة، قام بنك الجزائر بزيادة مبالغ استرجاع السيولة ابتداءا من منتصف جوان 2007 لتبلغ 1100 مليار دج بعد تثبيتها في السداسي الأول عند مبلغ 450 مليار دج.

والى جانب هذه الأداة ترك بنك الجزائر المبادرة للبنوك من أجل إدارة فوائض خزائنها من خلال أداة التسهيلة الدائمة لـ 24 ساعة، حيث انتقلت فوائض خزانة البنوك الموظفة في هذه التسهيلة من 815.15 مليار دج نهاية ماي 2007، إلى 483.11 مليار دج نهاية ديسمبر 2007 حيث تمثل 42.92% من مبلغ استرجاع السيولة 1100 مليار دج عبر نداءات العروض.

وللتذكير فإن أداة التسهيلة الدائمة قد حُدد معدلها عند 160 نقطة أساسية تحت معدل الفائدة المتوسط على عمليات استرجاع السيولة إلى غاية نهاية ماي 2007، وعكس ذلك يوجد مستواه عند 117 نقطة أساسية دون المعدل المتوسط على استرجاع السيولة ، ويبقى هذا المعدل الحد الأدنى لجميع معدلات بنك الجزائر خاصة في السوق النقدية. وهكذا برزت أداة استرجاع السيولة كوسيلة نشطة في إدارة السياسة النقدية خاصة في السداسي الثاني من سنة 2007، وقد سجلت حصة استرجاع السيولة لسبعة أيام تزايداً لتبلغ 77% نهاية ديسمبر 2007 مقابل 68% منتصف جوان 2007 ، و 24% نهاية مارس 2007 و 18% نهاية ديسمبر 2006.

وعكس ما حدث لأداة استرجاع السيولة فإن أداة التسهيلة الدائمة قد تراجع دورها بشكل واضح ابتداء من منتصف جوان 2007 لصالح أداة استرجاع السيولة والتي اعتبرت وسيلة السوق في تلك الفترة، إذ انخفضت الحصة النسبية لأداة التسهيلة الدائمة في امتصاص فائض السيولة إلى 12.42% نهاية جوان 2007 بعدما كانت تشكل 64.43% نهاية ماي 2007 وحوالي 54.5% في الثلاثي الأول 2007. وبالرغم من ارتفاع نسبي في دورها في الفصل الرابع بنسبة 19.67% نهاية سبتمبر 2007 و 30.52% نهاية ديسمبر من نفس السنة، لعبت أداة التسهيلة الدائمة في السداسي الثاني 2007 دور شبيه لمفهوم التعديل الدقيق للسيولة البنكية. وقد تم رفع معدل الفائدة المتعلقة بالتسهيلة الدائمة إلى 1% منتصف جوان 2007 بعد أن كان ثابت عند 0.3% ، وفي نفس الوقت تم رفع معدلات الفائدة المطبقة على أداة استرجاع السيولة لسبعة أيام وثلاثة أشهر.

إلا أنه في السداسي الثاني من سنة 2007 وبعدما اتضح تراجع دور أداة التسهيلة الدائمة ، قرر بنك الجزائر تخفيض معدل الفائدة على هذه الأداة إلى 0.75% خلال الأسبوع الأخير من شهر ديسمبر 2007 ، وعكس ذلك بالنسبة لأداة استرجاع السيولة في السداسي الثاني سنة 2007 لما لهذه الأداة من أهمية فقد قام بنك الجزائر بالإبقاء على معدلات الفائدة على هذه الأداة دون تغيير بعد رفعها في منتصف جوان من نفس السنة، أي 2.5% بالنسبة لاسترجاع السيولة لثلاثة أشهر و 1.75%

بالنسبة لاسترجاع السيولة لسبعة أيام، حيث أن المعدل المطبق على استرجاع السيولة لثلاثة أشهر يعتبر المعدل الأعلى ومعدل التسهيل الدائمة يشكل الحد الأدنى في فرشاة المعدلات المطبقة من طرف بنك الجزائر لامتناس فائض السيولة¹. كما تم تدعيم إدارة السياسة النقدية خلال سنة 2007 بأداة الاحتياطي الإجمالي، والتي استخدمت بشكل نشط طوال سنة 2007 مع ثبات معاملها عند 6.5% ونسبة مكافآتها عند 1%.

ثانيا: تقييم تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية خلال سنة 2007.

في الحقيقة أصبحت السوق النقدية القناة شبه الوحيدة لانتقال أهداف السياسة النقدية إلى الاقتصاد ، وهذا في ظل وضعية تتسم بفائض السيولة وبمخاطر تضخمية متزايدة بفعل التضخم المستورد. وقد ساهم في إدارة السياسة النقدية من قبل بنك الجزائر، إدخال نظامي الدفع* في العمل سنة 2006، حيث ترمي الأهداف المخولة لتحديث أنظمة الدفع إلى تحسين الخدمات البنكية الأساسية لفائدة الزبون، وترك آثار عمليات الدفع من أولها إلى آخرها وتحسين قنوات انتقال آثار السياسة النقدية². ومن ثمة تم تسجيل تحسن في سنة 2007 في سرعة الإنتاج وانتشار المعطيات المتعلقة بالسيولة البنكية.

وفي إطار العوامل المستقلة والتبؤ بالسيولة البنكية، قام بنك الجزائر بشكل تدريجي بتعديل عملياته الخاصة بالسياسة النقدية حتى يتوافر لديه مجموعة متكاملة من أدوات التدخل خاصة في هذه المرحلة المتميزة بفائض السيولة الهيكلي.

وتمثلت الوسائل غير المباشرة للسياسة النقدية التي اعتمد عليها بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية في نظام الإحتياطي الإجمالي ، وأداة استرجاع السيولة التي إعتد عليها بشكل متزايد خلال سنة 2007، وتتمثل هذه الأداة في استرجاع السيولة لسبعة أيام، واسترجاع السيولة لأجل (لثلاثة أشهر)، أما الأداة الثالثة عبارة عن ترك المبادرة للبنوك فيما يخص الاستعمال المرن لتسهيل الودائع المغلة للفائدة لدى بنك الجزائر. ويظهر الاستعمال المنتظم لأدوات استرجاع السيولة والتسهيل الدائمة والاحتياطي الإجمالي الأولوية الممنوحة لتحسين ضبط السيولة البنكية في إطار إدارة السياسة النقدية ، مع الأخذ بعين الاعتبار خصائص السوق النقدية في تلك المرحلة.

¹ - التقرير السنوي 2007، مرجع سابق، ص 206.

*: نظام الدفع الإجمالي الفوري للمبالغ الكبيرة والمدفوعات المستعجلة ونظام المقاصة الإلكترونية للمدفوعات صغيرة الحجم.

² - التقرير السنوي 2006، مرجع سابق، ص 129.

ويمكن تقدير مدى فعالية السياسة النقدية خلال سنة 2007 في امتصاص فائض السيولة من خلال مستوى الاحتياطيات الحرة للبنوك واتجاهها العام، حيث بقيت هذه الاحتياطيات متدنية ومستقرة نسبيا عند 40 مليار دج بإستثناء ديسمبر 2007 أين بلغت 70.5 مليار دج في المتوسط و 145.94 مليار دج نهاية 2007. وأيضا خلال سنة 2007 سمحت أدوات السياسة النقدية المطبقة بامتصاص مبلغ متوسط قدره 1273.3 مليار دج من مبلغ إجمالي لفائض السيولة يقدر بـ 1553.5 مليار دج بما في ذلك الاحتياطيات الإجبارية، ويمثل هذا معدل امتصاص يقدر في المتوسط بـ 82%، ويمكن تقديم توزيع امتصاص السيولة بين أدوات السياسة النقدية المذكورة على أساس متوسط سنوي بالنسب والمبالغ التالية¹.

- استرجاع السيولة بواسطة نداءات العروض 52.99% أي ما يعادل مبلغ متوسط قدره 802.28 مليار دج
- التسهيل الدائمة: 31.11% أي ما يعادل مبلغ متوسط قدره 471 مليار دج
- الاحتياطي الإجباري: 15.90% وهو ما يعادل مبلغ متوسط قدره 240.79 مليار دج.
- أما نسبة امتصاص السيولة في نهاية الفترة حسب كل أداة من أدوات السياسة النقدية كانت كما يلي:
- استرجاع السيولة 59.29% نهاية 2007 مقابل 40.33% نهاية 2006
- التسهيل الدائمة 26.04% نهاية 2007 مقابل 40.94% نهاية 2006.
- الاحتياطيات الإجبارية 14.67% نهاية 2007 مقابل 18.73% نهاية 2006.
- وانطلاقا من النسب وخاصة فيما يتعلق بأداة التسهيل الدائمة والتي سجلت تراجع في أدائها خلال السداسي الثاني لسنة 2007 بالمقارنة مع سنة 2006، حيث لم يكن التدفق السنوي وفق هذه الأداة سوى بمبلغ 26.39 مليار دج مقابل 406.97 مليار دج نهاية سنة 2006، ويجدر التذكير أن تسهيلة الودیعة قد تركت لمبادرة البنوك وبالتالي فهي هامشية وبدون حدود.

أما من جانب معدلات الفائدة في السوق فقد أعطى بنك الجزائر أهمية متزايدة لمعدلات الفائدة قصيرة الأجل في سوق ما بين البنوك، وذلك بوضع فرشة لهذه المعدلات، إذ يعتبر المعدل على استرجاع السيولة لثلاثة أشهر بمثابة المعدل الأعلى في فرشة المعدلات المطبقة من طرف بنك الجزائر في امتصاص فائض السيولة، في حين عُيّن المعدل المطبق على التسهيل الدائمة كحد أدنى لمعدلات الفائدة.

¹ - التقرير السنوي 2007، مرجع سابق، ص ص 193-194.

أمام التوسع النقدي ومخاطر التضخم المتزايدة حققت إدارة السياسة النقدية خلال سنة 2007 هدف التضخم بشكل ناجح، إذ يعتبر معدل التضخم البالغ 3.5% على أساس متوسط سنوي متناغم مع الهدف النهائي للسياسة النقدية، الذي يعبر عن استقرار الأسعار في المدى المتوسط حول معدل التضخم عند 3% سنة 2007.

المطلب الرابع: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2008

الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2008:

أمام التشكيل المتزايد للسيولة البنكية، عرفت سوق ما بين البنوك إنتعاش في نشاطها خلال سنة 2008 بالمقارنة مع سنة 2007 و 2006، لكن بمبلغ 31.6 مليار دج تحقق في نهاية 2008 وهو مبلغ أقل من ذلك الذي تحقق في نهاية 2005 (76.4 مليار دج)، وقد انتقلت المبالغ المتداولة في السوق من 16.3 مليار دج نهاية 2007 إلى 31.6 مليار دج نهاية ديسمبر 2008. وأيضاً خلال سنة 2008 نمت نشاط سوق ما بين البنوك بشكل تدريجي، حيث انتقل حجم المبالغ المتداولة من 17.9 مليار دج نهاية مارس 2008 إلى 32.1 مليار دج نهاية جوان 2008 وإلى 38.5 مليار دج نهاية سبتمبر 2008، وبالتالي أصبحت السوق أكثر ديناميكية خلال السداسي الثاني من سنة 2008.

إلا أن الطابع الهيكلي لفائض السيولة البنكية بقي مستمر في السوق إذ تزايدت السيولة البنكية في سنة 2008 بنسبة 42.2% خصوصاً في السداسي الأول، بالانتقال من 2001.18 مليار دج نهاية ديسمبر 2007 إلى 2845.95 مليار دج نهاية ديسمبر 2008 مقابل 74.48% سنة 2007 و 56.68% سنة 2006.

ومن المفيد الإشارة إلى أن المبالغ المتداولة في السوق كانت تتفاوض في القسم الآجل من السوق باستثناء الثلاث أشهر الأخيرة من سنة 2008، وهذا في سياق تزايد تدريجي للطلب على السيولة المعبر عنه في السوق خلال سنة 2008. أما قسم العمليات ليوم بيوم فقد اتسم بغياب النشاط لمدة تسعة أشهر متتالية من سنة 2008، متبوع بانعاش في النشاط في الفصل الرابع من سنة 2008 من خلال تسجيل عدد محدود من الصفقات.

وإذا جئنا إلى المعدل المتوسط المرجح في سوق ما بين البنوك، فقد تقلب هذا المعدل ضمن فرشة من المعدلات محصورة بين 3.0682% و 3.4231% خلال سنة 2008، وهذا يعني استقرار

نسبة إلى السداسي الثاني من سنة 2007، أي أن هناك رفع لمعدلات الفائدة المطبقة في السوق ، وهذا بالقياس إلى سنة 2007 أين سجلت معدلات الفائدة المتوسطة المرجحة في مجال من 2.3482% إلى 3.3662% . وهكذا انتقل معدل الفائدة المتوسط المرجح من 2.3482% نهاية ديسمبر 2006 إلى 3.3662% نهاية ديسمبر 2007 إلى أن وصل 3.4231% نهاية ديسمبر 2008، وهذا في إطار تمديد آجال استحقاق العمليات المنفذة في السوق ما بين البنوك.

الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2008.

بالمقارنة مع سنة 2004، فإن نمو نفقات الميزانية قدر بـ 120.7% (4175.7 مليار دج سنة 2008 مقابل 1891.8 مليار دج سنة 2004). وأيضاً في سنة 2008 ساهم زيادة النفقات الجارية في زيادة النفقات الموازنة بـ 51.9% ونفقات رأس المال بـ 48.1%، وفي المقابل خلال الفترة 2004-2008 نتج إجمالي النفقات من 42.7% من زيادة النفقات الجارية ومن زيادة نفقات الاستثمار بـ 57.3%¹.

وتجدر الإشارة إلى أنه تم تخفيض الدين العمومي الداخلي إلى 734 مليار دج سنة 2008 مقابل 1102.9 مليار دج سنة 2007، وهذا التخفيض في قيمة الدين كان نتيجة الطاقة التمويلية التي أصبحت تتمتع بها خزينة الدولة خاصة في المستوى العالي في مخزون إدخارها المالي المودع لدى بنك الجزائر، بالإضافة إلى ارتفاع قائم صندوق ضبط الإيرادات الذي بلغ 4280 مليار دج نهاية 2008 مقابل 3215.5 مليار دج نهاية 2007. ويتضمن جزء من هذا الدين (قائم الدين العمومي الداخلي) تطهير محافظ البنوك العمومية بشراء ديون غير ناجعة على المؤسسات العمومية ومستحقات أخرى ، حيث تم تنفيذ تسديدات هامة من طرف الخزينة لفائدة البنوك العمومية بقيمة 301.6 مليار دج، الأمر الذي من شأنه أن يساهم في تغذية السيولة البنكية.

بالإضافة إلى ذلك شهدت سنة 2008 تراجع نسبي في مبالغ قيم الخزينة المصدرة عن طريق نظام المناقصة في السوق النقدية، حيث وصل مبلغ هذه الإصدارات إلى 284.55 مليار دج نهاية 2008 مقابل 317.3 مليار دج نهاية 2007، أي سجلت الإصدارات انخفاض في قيمتها المصدرة في سنة 2008، لكنها تعتبر مرتفعة إذا ما قورنت بسنة 2005 أين بلغت قيمة الإصدارات 171.8 مليار دج في نهاية الفترة. وقد اقترن تراجع مبالغ قيم الخزينة المصدرة في سنة 2008 وفق نظام المناقصة

¹-Rapport 2008;Evolution economique et monétaire en ALGERIE,Banque d'Algerie,Juin 2009,p92.

في السوق النقدية بمبلغ مرتفع في السوق الثانوية لقيم الخزينة بـ 88.06 مليار دج والذي يتعلق بأوراق الخزينة قصيرة الأجل ذات 13 و 26 أسبوع بنسبة 46.6% وبأذونات الخزينة المماثلة ذات الأجل المتوسط لفترة 5 سنوات بنسبة 27.7%.

الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر في السوق لتنظيم السيولة البنكية خلال سنة 2008.

أولاً: تدخلات بنك الجزائر في السوق.

للتخفيف من حدة فائض السيولة البنكية ذو الطابع الهيكلي ، اعتمد بنك الجزائر أيضا خلال سنة 2008 على استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة أثناء تدخلاته في السوق النقدية من أداة استرجاع السيولة لفترات نضج سبعة أيام وثلاثة أشهر، وأداة تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة ، وإلى جانب هاتين الأدوات اعتمد بنك الجزائر أيضا على نظام الاحتياطي الإجباري.

وتجدر الإشارة إلى أن مبلغ العوامل المستقلة التي تساهم في زيادة السيولة قد تجاوزت مبلغ العوامل المستقلة التي تعمل على تقليص السيولة، الأمر الذي دفع ببنك الجزائر إلى تثبيت مبلغ استرجاع السيولة عند 1100 مليار دج مع استمراره في عمليات الإسترجاع ، كما أبقى بنك الجزائر تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة التي تتم بمبادرة البنوك لفترات استحقاق تقدر بـ 24 ساعة.

وبالتالي انتقل حجم فوائض خزينة البنوك الموظفة عبر أداة التسهيلة الدائمة من 483.11 مليار دج نهاية ديسمبر 2007، إلى 1031.75 مليار دج نهاية جوان 2008 ثم إلى 1400.4 مليار دج نهاية ديسمبر 2008، أي سجلت هذه الأداة تدفق نقدي ذو دلالة في سنة 2008 بمبلغ 917.29 مليار دج كزيادة بنسبة 189.87 % ، وهذه الزيادة تفوق بشكل كبير تلك الزيادات التي حدثت في سنة 2007 بمبلغ 26.39 مليار دج وسنة 2006 بمبلغ 406.97 مليار دج كزيادة في حجم المبالغ المودعة لدى بنك الجزائر في شكل تسهيلات إيداعية مقابل فائدة ولمدة تتراوح 24 ساعة.

ومقارنة مع سنة 2007 فإن دور التسهيلة الدائمة في الإدارة اليومية للسياسة النقدية قد ظهر بشكل مدعم في سنة 2008، فقد انتقلت الحصة النسبية للتسهيلة الدائمة في امتصاص فائض السيولة من 24.14% في ديسمبر 2007 إلى 39.72% في جوان 2008 ثم إلى 49.21% في ديسمبر 2008.

وهكذا لعبت أداة تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة دور هام في استرجاع أو امتصاص السيولة بشكل فعال خلال سنة 2008.

أما أداة استرجاع السيولة فقد حافظ بنك الجزائر على تدخلاته في السوق النقدية عبر هذه الأداة وفق نظام المناقصة لامتصاص السيولة لفترات سبعة أيام ولثلاثة أشهر وهذا مقارنة بالسداسي الثاني في سنة 2007. كذلك ساهمت أداة استرجاع السيولة في سنة 2008 بامتصاص جزء من فائض السيولة بنسبة 52.83% في جانفي 2008 و 42.34% في جوان من نفس السنة 38.65% في ديسمبر 2008، مع العلم أن تقسيم المبلغ الإجمالي لاسترجاع السيولة لسبعة أيام ولثلاثة أشهر قد عرف ثبات على التوالي بنسبة 75% وبنسبة 25%. إذ وصلت مبالغ استرجاع السيولة لسبعة أيام في نهاية 2008 إلى 825 مليار دج مقابل مبلغ 852.16 مليار دج نهاية 2007، أما مبالغ استرجاع السيولة لثلاثة أشهر فقد ارتفعت من 247.84 مليار دج نهاية ديسمبر 2007 إلى 275 مليار دج نهاية ديسمبر 2008.

وبالنسبة لمعدلات الفائدة المطبقة من قبل بنك الجزائر في السوق النقدية، فقد تم تثبيت معدل فائدة التسهيل الدائمة عند 0.75% في ديسمبر 2007 مع بقاء هذا المعدل بمثابة الحد الأدنى ضمن فرشة معدلات الفائدة المطبقة في السوق. كما قام بنك الجزائر بتخفيض معدلات الفائدة على استرجاع السيولة إلى 2% لاسترجاع السيولة لثلاثة أشهر وإلى 1.25% لاسترجاع السيولة لسبعة أيام مقابل على التوالي 2.5% و 1.75% في سنة 2007، مع بقاء المعدل المطبق على استرجاع السيولة لثلاثة أشهر بمثابة الحد الأقصى ومعدل التسهيل الدائمة بمثابة الحد الأدنى في فرشة المعدلات المطبقة من قبل بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية.

إضافة إلى هاتين الأداةين في مجال إدارة السياسة النقدية، قام بنك الجزائر بتنشيط أداة ثالثة خلال سنة 2008، وتتمثل هذه الأداة في الاحتياطي الإجباري، حيث قام بنك الجزائر برفع معامل هذه الأداة في جانفي 2008 إلى 8% مقابل 6.5% سابقا¹. وفي مارس 2008 قام بنك الجزائر بتخفيض نسبة المكافأة إلى 0.75% مقابل 1% في 2007، وهذا ما يزيد من فعالية أداة الاحتياطي الإجباري في امتصاص السيولة الزائدة.

¹ – Instruction n° 13-07 du 24 décembre 2007, modifiant et complétant l'instruction n° 02-04 relative au régime des réserves obligatoires, l'article 03.

ثانيا: تقييم تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية خلال سنة 2008.

يتجسد الإستخدام المنتظم لأدوات استرجاع السيولة والتسهيل الدائمة والإحتياطي الإجباري في مجال إدارة السياسة النقدية بإعطاء أهمية لتحسين ضبط السيولة النكية ضمن خصائص السوق النقدية الحالية.

ويمكن معرفة فعالية السياسة النقدية في امتصاص فائض السيولة من خلال مستوى الاحتياطات الحرة للبنوك فهذه الاحتياطات كانت نسبيا مستقرة في نهاية سبتمبر 2008 مقارنة مع مستواها في ديسمبر 2007 أين سجلت 70.5 مليار دج إلا أنه في شهر فيفري 2008 ارتفعت هذه الاحتياطات إلى أعلى قمة لتصل إلى 129.8 مليار دج، وفي نوفمبر 2008 سجلت هذه الاحتياطات مستوى ضعيف في حجمها عند 27 مليار دج، وهذا ما يؤكد فعالية الأدوات في مجال إدارة السياسة النقدية في امتصاص السيولة الفائضة.

وفي مجال استرجاع السيولة، فإن المبالغ التي قد شكلت موضوعا للمناقصة في البنك التجاري، الذي يوجد في حالة فائض سيولة هيكلي في نهاية 2008، كانت تمثل 60.18% من المبلغ الإجمالي موضوع المناقصة بالنسبة لكل النظام البنكي مقابل 73.22% نهاية ديسمبر 2007، في حين المبالغ الموظفة من طرف هذا البنك في نهاية ديسمبر 2008، في التسهيل الدائمة فقد بلغت 64.27% مقابل 85.69% نهاية ديسمبر 2007¹.

وقد رت الحصة النسبية لأداة التسهيل الدائمة في امتصاص السيولة الفائضة بـ 49.21% في ديسمبر 2008 مقابل 39.72% في جوان 2008، و 24.14% في ديسمبر 2007، وهذا ما يبين الدور الهام الذي لعبته أداة التسهيل الدائمة في الإمتصاص الفعلي من فائض السيولة لضمان تعديل نهائي للسيولة البنكية.

كذلك سجلت أداة الإحتياطي الإجباري زيادة كبيرة وعاء الاحتياطات والذي يمثل بين 13.87% و 16.18% من السيولات البنكية لدى بنك الجزائر، ومن شأن هذه الأداة المساهمة في التخفيف من فائض السيولة في سنة 2008، وقد بلغت مبالغ الاحتياطات الإجبارية 394.7 مليار دج نهاية ديسمبر 2008 مقابل فقط 272.1 مليار دج نهاية 2007 بسبب رفع معامل الإحتياطي الإجباري.

¹--Rapport 2008,Banque d'Algerie,p181

كما أن التغير في هيكل استرجاع السيولة حسب الإستحقاق، الذي قام به بنك الجزائر في جوان 2007 من شأنه أن يستجيب إلى التوجه الاستشرافي للسياسة النقدية ، وفي الحقيقة أدخل بنك الجزائر في التوقعات المتعلقة بفائض السيولة خطط لتمويل الاستثمارات الخاصة ببعض المؤسسات ذات الأهمية في الشراكة وذلك من خلال مالية المشروع.

ونشهد أيضا في سنة 2008 تحسن مدعوم بخدمات نظامي الدفع من سرعة وشمولية للمعطيات المتعلقة بالسيولة البنكية في السوق النقدية. وهكذا أصبحت السوق النقدية القناة الأساسية لانتقال أهداف السياسة النقدية إلى الاقتصاد ، وهذا أمام وجود فائض هيكلي من السيولة ومخاطر تضخمية متزايدة بفعل التضخم المستورد، حيث استطاع بنك الجزائر احتواء الضغوط التضخمية وتسجيل تضخم تحت السيطرة ، بواقع 4.3% على أساس تغير سنوي في نوفمبر 2008، مقابل 3.5% في سنة 2007، في وقت تزايدت فيه حدة التوترات التضخمية منذ منتصف 2007 في الدول الناشئة والدول في طريق النمو.

المطلب الخامس: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2009

الفرع الأول: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2009.

على منوال السبع سنوات التي سبقت الأزمة الاقتصادية العالمية الأخيرة ،لم تلجأ البنوك والمؤسسات المالية خلال سنة 2009 إلى إعادة التمويل لدى بنك الجزائر ، الأمر الذي يعكس الطابع الهيكلي لفائض السيولة في السوق النقدية. وأمام هذه الوضعية من فائض السيولة ، اتسم نشاط سوق ما بين البنوك بالتباطؤ خلال السداسي الثاني من سنة 2009 بالمقارنة مع سنة 2008، وذلك بعد تسجيل مبلغ تداول في نهاية الفترة قدر بـ 14.2 مليار دج مقابل مبلغ 31.6 مليار دج في نهاية ديسمبر 2008، و 16.3 مليار دج في نهاية ديسمبر 2007.

وفي الحقيقة انتقل نشاط سوق ما بين البنوك من مبلغ تداول 25.6 مليار دج نهاية مارس 2009 إلى 31.3 مليار دج، نهاية جوان 2009 ثم إلى 26.6 مليار دج في نهاية سبتمبر 2009، علما أن نشاط السوق كان نسبيا أكثر كثافة في السداسي الأول من السنة.

وأيضا ما يشير إلى استمرارية أو بقاء الطابع الهيكلي لفائض السيولة هو نمو هذه الأخيرة وحجمها ، فبعد وتيرة نمو بنسبة 74.48% من السيولة البنكية في 2007 متبوعة بزيادة أقل خلال

سنة 2008 بنسبة 42.21%، سجلت سنة 2009 تقليص في نمو هذه السيولة إلى نسبة 14% حيث تقلصت السيولة البنكية في السداسي الأول 2009، بعد انتقالها من 2845.95 مليار دج نهاية ديسمبر 2008 إلى 2549.82 مليار دج نهاية جوان 2009، لتصل إلى 2447.36 مليار دج في نهاية ديسمبر 2009، أي رغم تراجع نسبي في نمو السيولة إلا أن حالة الفائض لا تزال متواصلة.

كما أن المبالغ المحققة في السوق كانت تتفاوض في القسم الآجل من السوق مع شبه غياب للعمليات في قسم اليوم بيوم خلال سنة 2009.

وقد انحصرت تقلبات المعدل المتوسط المرجح للعمليات داخل سوق ما بين البنوك ضمن فرشاة محصورة بين 3.4579% و 3.8371% خلال سنة 2009، ويدل ذلك على رفع المعدلات المطبقة في السوق بالمقارنة مع سنة 2008 أين سجلت المعدلات المتوسطة المرجحة ضمن فرشاة من 3.0682% و 3.4231%.

وهكذا انتقل المعدل المتوسط المرجح من 3.3663% نهاية ديسمبر 2007 إلى 3.4231% نهاية ديسمبر 2008 وصولاً إلى 3.8371% نهاية ديسمبر 2009 في سوق ما بين البنوك، وهذا الارتفاع في معدلات الفائدة كان في سياق تمديد آجال التفاوض في السوق.

الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2009

نشير في البداية إلى أن الخزينة العمومية قد قامت خلال سنة 2009 بتسديدات لفائدة البنوك العمومية في شكل ديون غير ناجعة للمؤسسات العمومية أعيد شراؤها من طرف الخزينة العمومية بمبلغ 214 مليار دج.

وفي الحقيقة تحوز البنوك العمومية مبالغ صافية على الخزينة العمومية في شكل ديون غير ناجعة أعيد شراؤها على المؤسسات العمومية لتصل إلى 145.7 مليار دج مقابل 270.6 مليار دج نهاية 2008، كما تمتلك البنوك العمومية أيضاً ديونا على الخزينة العمومية في شكل سندات تساهمية 56.2 مليار دج أو أيضاً في شكل أذونات الخزينة 387.1 مليار دج مقابل 216.7 مليار دج نهاية 2008، مع وجود مبلغ من السندات المباعة في السوق الثانوية لقيم الخزينة بـ 3.8 مليار دج، كما ترتفع ديون الخزينة بعنوان العمليات الأخرى إلى 108.6 مليار دج نهاية 2009 مقابل 72.7 مليار دج نهاية 2008.

إلى جانب عمليات التطهير المالي والديون الفلاحية غير المسددة في تاريخ استحقاق تزامن مع محصول ساء في سنة 2008، وبالتالي في إطار عملية تطهير مالي تحمل في مضمونها إعادة شراء جزئية منفذة خلال سنة 2009، وعلى عاتق الخزينة العمومية:¹

- ديون فلاحية بمبلغ 36.17 مليار دج.
 - ديون على المؤسسات العمومية التي في حالة تصفية بمبلغ 35.81 مليار دج.
- كما سجلت البنوك في نهاية 2009 تحويل قروض إلى قيم خزينة بمبلغ 54.52 مليار دج، وكل هذه العمليات والتسديدات من الخزينة من شأنها أن تساهم في تغذية السيولة البنكية، ولأول مرة وخلال هذه العشرية حدث في سنة 2009 أول عجز في موازنة الدولة، والذي نتج بسبب الانخفاض الكبير في إيرادات المحروقات سواء في انخفاض سعر صادرات المحروقات أو في انخفاض الكميات المصدرة، أما جانب النفقات فقد شهد استقرار ، مع العلم أن إيرادات ميزانية الدولة قد بلغت 3672.9 مليار دج في حين وصل مبلغ النفقات 4214.4 مليار دج وهو مبلغ يفوق حجم تلك الإيرادات.

ومن المفيد التذكير أن الدين العمومي الداخلي الذي يتم تغذيته بعمليات تطهير وإعادة هيكلة البنوك العمومية وإصدار قيم الخزينة إلخ، أنه في إطار التخفيض حيث بلغ في سنة 2009 مبلغ 808.8 مليار دج مقابل 734 مليار دج نهاية 2008 مقابل 1102.9 مليار دج نهاية 2007.

وهذا الانخفاض في قيمة الدين العمومي كان نتيجة الطاقة التمويلية التي تتمتع بها خزينة الدولة خاصة في المستوى الكبير في مخزون ادخارها المالي المودع لدى بنك الجزائر هذا من جهة.

ومن جهة أخرى ارتفاع قائم صندوق ضبط الإيرادات الذي ارتفع إلى 4316.5 مليار دج نهاية 2009 أي بنسبة 42.6% من الناتج الداخلي الخام مقابل 4280 مليار دينار جزائري نهاية 2008 بنسبة 38.8% من الناتج الداخلي الخام ، وهذا القائم من شأنه أيضا زيادة متانة مخزون الإدخار المالي للخزينة للاستمرارية في برامج الاستثمارات العمومية.

وإذا جئنا إلى قائم القيم المصدرة من طرف الخزينة العمومية وفق نظام المناقصة في السوق النقدية فإن الخزينة أصبحت تعتمد على هذا القائم أكبر في القيام بأعمالها في إطار إدارة الدين العام، مع تراجع اعتمادها على التسبيقات من بنك الجزائر.

¹-Rapport 2009, Evolution economique et monétaire en Algérie, Banque d'ALgerie, Juillet 2010, p125.

وقد ارتفع مبلغ إصدارات قيم الخزينة ليصل إلى 528.55 مليار دج نهاية 2009 مقابل 285.55 مليار دج نهاية ديسمبر 2008.

كما اقترن ارتفاع مبالغ قيم الخزينة المصدرة في سنة 2009 وفق نظام المناقصة بمبلغ مرتفع في السوق الثانوية لقيم الخزينة بـ 319.4 مليار دج والذي يخص أدونات الخزينة قصيرة الأجل ذات 13 و 26 أسبوع بنسبة 69.5% ، وبأدونات الخزينة المماثلة من سنة إلى خمس سنوات بنسبة 18.25% والسندات المماثلة للخزينة بنسبة 12.25%.

الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية في السوق خلال سنة 2009

أولاً: تدخلات بنك الجزائر خلال سنة 2009

لتنظيم السيولة البنكية في السوق النقدية واصل بنك الجزائر اعتماده على استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة لامتناس فائض السيولة الهيكلية. وبدوره قام بنك الجزائر بتثبيت مبلغ استرجاع السيولة عند 1100 مليار دج مع استمراره في عمليات الاسترجاع مع إبقائه لأداة التسهيلة الدائمة التي تتم بمبادرة البنوك لفترات استحقاق تقدر بـ 24 ساعة.

وهكذا انتقل حجم فوائض خزينة البنوك الموظفة عبر أداة التسهيلة الدائمة من 1400.4 مليار دج نهاية ديسمبر 2008 إلى 986.69 مليار دج نهاية جوان 2009 ثم إلى 1022.12 مليار دج نهاية ديسمبر 2009، وبالتالي تم تسجيل تدفق نقدي سالب ذو دلالة بقيمة 378.28 مليار دج (4-1400.4-1022.12) من الانخفاض ، وهذا بالمقارنة مع الزيادات التي حصلت في سنوات 2008 (917.29 مليار دج) و 2007 (26.39 مليار دج) و 2006 (406.97 مليار دج).

وفي الحقيقة التراجع الذي مس لجوء البنوك إلى أداة التسهيلة الدائمة بقيمة 378.28 مليار دج سنة 2009 في إطار إدارة فوائض الخزينة البنكية ، يشير إلى وجود تقليص في سيولة البنوك. أما وسيلة السوق والمتمثلة في استرجاع السيولة فقد ثبت بنك الجزائر مبلغ إجمالي لاسترجاع السيولة في حوالي 1100 مليار دج خلال سنة 2009 .

كما بقيت أداة استرجاع السيولة نشطة في إطار إدارة السياسة النقدية خاصة بعد التعديل الهام في مبلغها من 450 مليار دج إلى 1100 مليار دج ابتداء من منتصف جوان 2007. وقد ساعدت أداة السوق في سنة 2009 في امتصاص كمية من فائض السيولة بنسبة 39.09% في جانفي و 43.14%

في جوان ثم 44.95% في ديسمبر من نفس السنة ، مع ثبات توزيع المبلغ الإجمالي لاسترجاع السيولة ب 25% لإسترجاع السيولة لثلاثة أشهر و 75% لإسترجاع السيولة لسبعة أيام. وقد بلغت مبالغ استرجاع السيولة لسبعة أيام نهاية 2009 إلى 825 مليار دج مقابل نفس المبلغ نهاية 2008، في حين قدرت مبالغ استرجاع السيولة لثلاثة أشهر بـ 275 مليار دج نهاية ديسمبر 2009 ونهاية ديسمبر 2008.

وإذا جئنا إلى معدلات الفائدة المطبقة في السوق النقدية من قبل بنك الجزائر فقد تم إعادة النظر في معدل الفائدة المتعلق بأداة التسهيل الدائمة بتخفيضه إلى 0.30% مقابل 0.75% قبل مارس 2009، ويبقى معدل التسهيل الدائمة المعدل الأدنى في السوق النقدية.

كما قام بنك الجزائر في مارس 2009 بمراجعة معدلات الفائدة المطبقة على أداة استرجاع السيولة وذلك بتخفيضها ، لتثبت عند 1.25% مقابل 2.00% في مارس 2008 والمرتبطة بإسترجاع السيولة لثلاثة أشهر ، وإلى 0.75% بالنسبة لإسترجاع السيولة لسبعة أيام مقابل 1.25% في مارس 2008، مع العلم أن المعدل المطبق على أداة استرجاع السيولة لثلاثة أشهر يبقى الحد الأعلى في فرشة المعدلات المطبقة من قبل بنك الجزائر لإمتصاص السيولة الزائدة في السوق.

أما أداة الإحتياطي الإجباري فقد شكلت أداة نشطة أخرى طوال سنة 2009 وللتذكير معامل هذه الأداة ثبت منذ تعديلها في جانفي 2008 بـ 8% مقابل 6.5% سابقا. وبموجب تعليمة صدرت من بنك الجزائر تقرر تخفيض معدل المكافأة على الإحتياطي الإجباري، وتثبيته عند 0.50% مقابل 0.75% سابقا¹، وكل هذه التعديلات تهدف إلى زيادة فعالية السياسة النقدية المتبعة من بنك الجزائر.

ثانيا: تقييم تدخلات بنك الجزائر خلال سنة 2009

مثلما ذكرنا سابقا، يستدل على مدى فعالية السياسة النقدية في إمتصاص السيولة الزائدة انطلاقا من مستوى الإحتياطيات الحرة للبنوك، وخلال سنة 2009 كانت هذه الإحتياطيات تتقلب بين 17.64 مليار دج و 45.72 مليار دج ، مع العلم أن أعلى قمة لهذه الإحتياطيات شوهدت في الفترة من 15 ديسمبر 2009 ديسمبر 2009 إلى 14 جانفي 2010 بقيمة 45.72 مليار دج ، خاصة وأن الفصل الرابع من سنة 2009 قد سجل ارتفاع في الإحتياطيات الحرة بانتهالها من 27.01 مليار دج إلى

¹ – Instruction n° 03-09 du 25 Février 2009, modifiant l'instruction n° 02-08 du 11 Mars 2008 relative au régime des réserves obligatoires.

45.72 مقابل 27 مليار دج في نوفمبر 2008 و 70.5 مليار دج في ديسمبر 2008. وهذا ما يشير إلى استمرارية استقرار الاحتياطيات الحرة للبنوك نتيجة تطبيق أدوات السياسة النقدية بفعالية وصرامة لامتناس فائس السيولة.

وفي إطار امتناس السيولة، فإن المبالغ التي شكلت موضوعا للمناقصة في البنك التجاري والذي هو في حالة فائس سيولة هيكلي نهاية 2009، قد مثلت 57.14% من المبلغ الإجمالي موضوع المناقصة لإجمالي النظام البنكي مقابل 60.18% نهاية ديسمبر 2008، أما المبالغ الموظفة من طرف هذا البنك في نهاية ديسمبر 2009 وفق أداة التسهيلة الدائمة قد وصلت إلى 58.21% مقابل 64.27% نهاية ديسمبر 2008.

كما وصلت الحصة النسبية لأداة التسهيلة الدائمة في امتناس السيولة الفائسة إلى 41.76% في ديسمبر 2009 مقابل 38.70% نهاية جوان 2009، وللتذكير بلغت 49.21% نهاية ديسمبر 2008 و 24.14% نهاية ديسمبر 2007، وبالمقارنة مع سنة 2008 فقد تراجع دور أداة التسهيلة لـ 24 ساعة، ضمن إطار السياسة النقدية لسنة 2009، حيث لعبت هذه الأداة دور رئيسي وفعال في امتناس السيولة في سنة 2008، أما في سنة 2009 فقد ارتبط دورها للتعديل النهائي للسيولة بتقلص الجباية البترولية.

وساهمت أداة الاحتياطي الإجمالي في مضاعفة وعاء الاحتياطيات من خلال معامل الاحتياطي الأمر الذي يدعم استقرار الاحتياطيات الحرة للبنوك.

بامتناس كميات معتبرة من السيولة الفائسة، وقد سجلت مبالغ الاحتياطيات الإجمالية مبلغ 394.8 مليار دج نهاية ديسمبر 2009 مقابل 394.7 مليار دج نهاية ديسمبر 2008، مع العلم أن وعاء الاحتياطيات الإجمالية تقلب بين 13.97% و 16.58% من السيولات البنكية لدى بنك الجزائر.

وأيسا في إطار فعالية السياسة النقدية، تم تدعيم الإطار التنظيمي المتعلق بتدخات بنك الجزائر، لتنفيذ أهداف السياسة النقدية، وبهذا الفعل سن مجلس النقد والقرض القانون رقم 02-2009 المؤرخ في 26 ماي 2009، المرتبط بعمليات وأدوات وإجراءات السياسة النقدية.

وقام هذا القانون بضبط وجمع عمليات السياسة النقدية لبنك الجزائر وخاصة الموضحة والموجهة من طرف البنك في السوق النقدية، وقد حدد هذا القانون خصوصا:¹

- المقابلات لعمليات السياسة النقدية لبنك الجزائر والعقوبات التي تمس الجهات التي لا تحترم تشكيل الاحتياطات.
 - الأوراق المالية المقبولة للخصم والتي يقبلها بنك الجزائر كضمان في عملياته من تخلي مؤقت أو نهائي فضلا عن أنها طريقة تقييم
 - عمليات السياسة النقدية وخصوصا العمليات التي ينفذها بنك الجزائر في السوق النقدية، وبهذا الفعل، مجموع عمليات السوق (العمليات الأساسية لإعادة التمويل ، عمليات إعادة التمويل لأطول أجل، عمليات التعديل النهائي، العمليات الهيكلية) تشكل موضوع تطورات ضرورية.
 - التسهيلات الدائمة (تسهيله القرض الهامشي ، تسهيله الودائع المغلة للفائدة) بإعتبارها تتم بمبادرة البنوك ، وفي نفس الوقت كمقابل للسياسة النقدية
 - إجراءات تدخل بنك الجزائر في السوق النقدية، من إجراءات تخص نداءات العروض الدورية، نداءات العروض السريعة أو عن طريق العمليات الثنائية.
 - إجراءات حركة الأموال المرتبطة بعمليات السياسة النقدية ، خصوصا عبر أنظمة الدفع في الوقت الحقيقي للمبالغ الكبيرة والمدفوعات المستعجلة.
- وقد شهدت سنة 2009 أثناء إدارة السياسة النقدية سنة تميزت بمخاطر تضخمية داخلية بعد تضخم مستورد سنة 2008، حيث سجلت سنة 2009 معدل تضخم بواقع 5.7%.

المطلب السادس:دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2010

الفرع الأول:سوق ما بين البنوك خلال سنة 2010:

لقد سجلت سنة 2010 توسعا في السيولة البنكية بنسبة 4.18 % الأمر الذي يؤكد الطابع الهيكلي لفائض السيولة في السوق ما بين البنوك. وسجلت السوق في السداسي الثاني من نفس السنة انتعاش نسبي في نشاطها مقارنة مع سنة 2009 مسجلة بذلك مبلغ 71.1 مليار دج في نهاية الفترة، مقابل مبلغ على العمليات المتفاوض عليها نهاية ديسمبر 2009 قدر بـ 14.2 مليار دج و 31.6 مليار دج نهاية ديسمبر 2008.

وهكذا مبالغ العمليات لأجل انخفضت بقوة في سوق ما بين البنوك (1.15 مليار دج) نهاية 2010، فإن تلك العمليات ليوم بيوم قد ارتفعت إلى 70 مليار دج نهاية 2010، وارتبط هذا الاتجاه

¹ – Rapport 2009, Op Cit, P P 174-175.

الأخير بعمليات من بنك عمومي هيكليا مقترض في هذا القسم من سوق ما بين البنوك. ويعود تفوق أو رجحان العمليات ليوم بيوم على العمليات لأجل وتقلص آجال العمليات المتفاوض عليها في سوق ما بين البنوك سنة 2010 إلى تصغير المعدل المتوسط المرجح للعمليات ما بين البنوك ، والذي مستواه انتقل من 3.8371% نهاية ديسمبر 2009، إلى 1.1546% نهاية ديسمبر 2010.

وخلال نفس السنة تقلبت معدلات الفائدة في السوق ضمن فر شاة من 1.1546% إلى 3.9406% ، الأمر الذي يظهر تراجع معدلات الفائدة المطبقة في سوق ما بين البنوك مقارنة مع سنة 2009 التي خلالها سُجل المعدل المتوسط المرجح ضمن فرشاة من 3.4579% إلى 3.9077% في إطار تقليص السيولة البنكية.

ومثلما أشرنا في البداية استمرارية الطابع الهيكلي لفائض السيولة في السوق ، إذ تزايدت السيولة البنكية بشكل كبير في السداسي الثاني من سنة 2010 ، وبلغت في نهاية المدة 2549.71 مليار دج مقابل 2484.15 مليار دج نهاية جوان 2010، بعدما كانت تبلغ 2447.36 مليار دج نهاية ديسمبر 2009.

الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2010

من المفيد التذكير، أن بعد الصدمة الخارجية في سنة 2009 (تراجع إيرادات الجباية البترولية) انخفض العجز الإجمالي بقوة في 2010، تحت تأثير انتعاش أسعار المحروقات ، كما بلغت إيرادات الموازنة 4393 مليار دج في نفس السنة وبزيادة قدرها 19.5%، وفي سياق استمرارية ارتفاع نفقات التسيير خاصة في سنة 2010 بنسبة 42.8% ظهر عجز في ميزانية الدولة.

بالإضافة إلى ذلك تتمتع الخزينة العمومية بطاقة تمويلية معبر عنها بمبالغ الإذخار المالي لدى بنك الجزائر بمبلغ 4842.8 مليار دج.

أما الدين العمومي الداخلي فقد شهد ارتفاع في قيمته حيث انتقل من 816.3 مليار دج سنة 2009 إلى 1107.4 مليار دج سنة 2010، وهذا الارتفاع في قائم الدين العمومي الداخلي كان بسبب ارتفاع عمليات التطهير التي تقوم بها الخزينة العمومية لفائدة البنوك العمومية بقيمة 527.7 مليار دج سنة 2010، وارتفاع إصدارات قيم الخزينة من نفس السنة.

وإذا جئنا إلى قائم القيم المصدرة من طرف الخزينة العمومية وفق نظام المناقصة في السوق النقدية، فقد ارتفع مبلغ الإصدارات من تلك القيم لتبلغ قيمتها 548.90 مليار دج نهاية 2010 مقابل 528.55 مليار دج نهاية 2009، وهذا بعدما كانت منخفضة في سنة 2008، عند 285.49 مليار دج. كما تزامن ارتفاع مبالغ إصدارات الخزينة في سنة 2010 وفق نظام المناقصة مع وجود مبلغ مرتفع في السوق الثانوية لقيم الخزينة بـ 598.24 مليار دج والذي يتعلق بأذونات الخزينة قصيرة الأجل لـ 13 و 26 أسبوع بنسبة 50.98%، وأذونات الخزينة المماثلة من سنة إلى خمس سنوات بنسبة 34.38% والسندات المماثلة للخزينة بنسبة 12.25%.

الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية في السوق خلال سنة 2010

أولاً: تدخلات بنك الجزائر في السوق خلال سنة 2010

استمر بنك الجزائر في استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة أثناء إدارته للسياسة النقدية خلال 2010 وبنفس الأدوات السابقة والمتمثلة في أدوات استرجاع السيولة وتسهيله الوديعة المغلة للفائدة والإحتياطي الإجباري.

وأمام الاتجاه المتزايد للسيولة البنكية ، خاصة وأن العوامل المستقلة لسحب السيولة أقل من تلك العوامل التي تساهم في زيادة السيولة ، الأمر الذي ألزم بنك الجزائر على المواصلة في استخدام أدوات السياسة النقدية المذكورة أعلاه. ففي سنة 2010 أبقي بنك الجزائر على استخدام أداة استرجاع السيولة بمبلغ إجمالي ثابت عند 1100 مليار دج. مع ثبات توزيع المبلغ الإجمالي لاسترجاع السيولة بـ 25% لاسترجاع السيولة لثلاثة أشهر و 75% لاسترجاع السيولة لسبعة أيام.

أما أداة تسهيله الوديعة المغلة للفائدة وكأداة للتعديل النهائي للسيولة والتي تتم بمبادرة البنوك، فقد أدت دور نشط في سنة 2010 خصوصا في السداسي الثاني ، بحيث انتقلت فوائض خزينة البنوك الموظفة في هذه التسهيله من 828.84 مليار دج نهاية جوان 2010 إلى 1016.68 مليار دج نهاية ديسمبر 2010.

في حين معدلات الفائدة المطبقة في السوق النقدية من قبل بنك الجزائر فقد تم تثبيت معدل الفائدة المطبق على تسهيله الوديعة المغلة للفائدة عند 0.30% في سنة 2010، وهو نفس المعدل الذي طبق في سنة 2009، مع بقاء هذا المعدل بمثابة المعدل الأدنى ضمن فرشاة معدلات الفائدة المطبقة في السوق.

كما قام بنك الجزائر بتثبيت معدلات الفائدة المطبقة على أداتي استرجاع السيولة عند 1.25% بالنسبة لأداة استرجاع السيولة لثلاثة أشهر وعند 0.75% بالنسبة لأداة استرجاع السيولة لسبعة أيام، أي لم يقد بنك الجزائر بتعديل جديد على هذه المعدلات بل أبقي عليها منخفضة في سنة 2010، علما أن معدل الفائدة المطبق على أداة استرجاع لثلاثة أشهر (1.25%) شكل الحد الأعلى في فرشة المعدلات المطبقة من قبل بنك الجزائر لامتصاص السيولة الزائدة في السوق.

كما ظهرت أداة الإحتياطي الإجباري كوسيلة نشطة وفعالة على طول سنة 2010، علما أن بنك الجزائر قد أبقي معامل ومعدل المكافأة على الإحتياطي الإجباري بشكل ثابت أي 8% بالنسبة لمعامل الإحتياطي الإجباري و 0.50% بالنسبة لمعدل المكافأة.

ثانيا: تقييم تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السولة البنكية خلال سنة 2010

بعد تقليص في حجم السيولة البنكية في سنة 2009، والتي خلالها تقلبت الإحتياطيات الحرة للبنوك بين 17.64 مليار دج و 45.72 مليار دج، شهدت سنة 2010 ارتفاع نسبي في حجم الإحتياطيات الحرة، ففي كل فترة شهرية خلال سنة 2010، تجاوزت الإحتياطيات الحرة للبنوك 50 مليار دج لتبلغ أعلى قمة في ديسمبر 2010 بمبلغ 78.22 مليار دج، ومن المفيد أن نشير إلى أن هذا المستوى المرتفع نسبيا نتيجة فائض السيولة لبعض البنوك الخاصة والتي لم تتعهد بإجراء عمليات استرجاع السيولة ولم توظف فوائضها من السيولة في تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة.

كما وصلت الحصة النسبية لأداة التسهيلة الدائمة في امتصاص فائض السيولة إلى 39.9% في ديسمبر 2010 مقابل 41.76% في ديسمبر 2009، أي أن هناك تراجع نسبي في أداء هذه الأداة خلال سنة 2010.

وقد ظهرت أداة الإحتياطي الإجباري بأكثر نشاط في سنة 2010، حيث وصلت مبالغ الإحتياطيات الإجبارية إلى 494.13 مليار دينار جزائري في ديسمبر 2010 مقابل 394.13 مليار دينار جزائري في ديسمبر 2009، أي بزيادة قدرها 100 مليار دينار جزائري، الأمر الذي يعني زيادة مساهمة أداة الإحتياطي الإجباري في امتصاص فائض السيولة خاصة مع ارتفاع وعاء الإحتياطيات الإجبارية، وأصبح يتقلب بين 16.1% و 19.4% من السيولات البنكية لدى بنك الجزائر.

رغم الانتعاش الملحوظ في سنة 2010 فيما يتعلق بالنمو النقدي (توسع نقدي بواقع 13.8% بمفهوم الكتلة النقدية M_2 في سنة 2010 مقابل 3.1% سنة 2009)، ساهمت إدارة السياسة النقدية المرتبة من قبل بنك الجزائر في احتواء الضغوط التضخمية حيث تراجع معدل التضخم إلى 3.9% سنة 2010 مقابل 5.7% سنة 2009.

المطلب السابع: دراسة لوضعية السوق النقدية خلال سنة 2011

الفرع الأول: سوق مابين البنوك خلال سنة 2011:

لم تلجأ البنوك والمؤسسات المالية خلال سنة 2011 لإعادة التمويل من بنك الجزائر وهذا منذ نهاية 2001. كما شهدت سنة 2011، تراجع الطلب على الأموال القابلة للإقراض بحيث ترجمت تدفقات التمويل انخفاض بالمقارنة مع سنة 2010، أي بمبلغ 31 مليار دج في المتوسط الشهري في سنة 2011 مقابل 34 مليار دج سنة 2010، وهذه المبالغ تم تداولها وبشكل شبه حصري في قسم يوم بيوم كما أنهت السوق السنة بمبلغ معدوم مقابل مبلغ 71.15 مليار دج نهاية 2010.

كذلك سيطرة العمليات ليوم بيوم على العمليات لأجل وتقلص آجال العمليات المتفاوض عليها في السوق والذي سبق أن لوحظ في سنة 2010، قد ظهر بشكل أكبر في نشاط السوق في سنة 2011.

كما أظهرت سنة 2011 توسعا في السيولة البنكية بنسبة 11.59% مقابل 4.18% نهاية 2010 ، وهذا ما يدل على استمرارية الطابع الهيكلي للسيولة. وفي الواقع تزايدت السيولة البنكية بـ 295 مليار دج في نهاية الفترة ، وهذا تحت تأثير تراكم الأصول الخارجية وزيادة ودائع المؤسسات وقطاع العائلات في سياق النمو القوي للنفقات العامة. وقد تزايدت السيولة البنكية أساسا في السداسي الثاني سنة 2011 إذ في نهاية الفترة وصلت إلى 2845.10 مليار دج مقابل 2685.95 مليار دج نهاية جوان 2011 وبمبلغ 2549.71 مليار دج نهاية ديسمبر 2010.

أما معدلات الفائدة المتوسطة المرجحة للعمليات ما بين البنوك فقد تقلبت ضمن فرشة محصورة بين 1.0625% و 4.8690%، علما أن هذه المعدلات كانت ضمن مجال 1.1546% - 3.9406%، أي هناك ارتفاع في معدلات الفائدة المطبقة في سوق ما بين البنوك في سنة 2011.

الفرع الثاني: سوق قيم الخزينة لسنة 2011

شهدت سنة 2011 ارتفاع في نفقات التسيير بنسبة 42.8% مع عجز إجمالي طفيف للخزينة أمام ارتفاع كبير لأسعار المحروقات بنسبة 40.9%. مع العلم أن توازن الميزانية لا يزال يتطلب مستويات مرتفعة من أسعار المحروقات ، خاصة مع تبعية إيرادات الميزانية لهذه الأخيرة.

حيث بلغت إيرادات الميزانية 5703.4 مليار دج سنة 2011 مقابل 4393 مليار دج في سنة 2010، أي زيادة قدرها 29.8% سنة 2011 مقابل زيادة قدرها 19.5% سنة 2010، كذلك وصل التدفق الإذخاري العمومي (إجمالي الإيرادات مطروح منها نفقات التسيير) إلى 1906.2 مليار دج سنة 2011 مقابل 1733.9 مليار دج سنة 2010، وبالتالي يمثل الإذخار العمومي 33.4% من إجمالي الإيرادات و 28.5% من إجمالي الإذخار الداخلي.

بالإضافة إلى ذلك تتمتع الخزينة العمومية بقدرة تمويلية معبر عنها بمبالغ الإذخار المالي لدى بنك الجزائر بمبلغ 5381.7 مليار دج مقابل 4842.8 مليار دج سنة 2010. في حين عرف الدين العمومي الداخلي ارتفاع حيث سجل 1214.8 مليار دج سنة 2011 مقابل 1107.4 مليار دج سنة 2010، وهذه الزيادة في قائم الدين العمومي الداخلي كانت نتيجة ارتفاع عمليات التطهير التي تقوم بها الخزينة العمومية لفائدة البنوك العمومية بقيمة 644.3 مليار دج مقابل 527.7 مليار دج سنة 2010 وأيضاً لارتفاع إصدارات قيم الخزينة في السوق النقدية، سنة 2011، تم تسجيل ارتفاع طفيف في قائم قيم الخزينة المصدرة وفق نظام المناقصة في السوق النقدية ، حيث وصل مبلغ إصدارات الخزينة العمومية إلى 556.2 مليار دج مقابل 548.9 مليار دج سنة 2010.

كما تبين بنية قيم الخزينة المصدرة سيطرة الأوراق قصيرة الأجل بإصدار 400 مليار دج من إجمالي قدره 455 مليار دج سنة 2011، مقابل 414 مليار دج من إجمالي 550 مليار دج سنة 2010، بالقياس إلى قيم الخزينة ، شكلت الأوراق قصيرة الأجل نسبة 88% سنة 2011 مقابل 75% سنة 2010.

وقد توافقت ارتفاع مبالغ إصدارات الخزينة وفق نظام المناقصة في السوق سنة 2011 مع ظهور مبلغ مرتفع في السوق الثانوية لقيم الخزينة بـ 448.72 مليار دج والذي يخص أدونات الخزينة قصيرة الأجل لـ 13 و 26 أسبوع بنسبة 60.20% و أدونات الخزينة المماثلة من سنة إلى 05 سنوات بنسبة 33.08% والسندات المماثلة للخزينة بنسبة 6.72%.

الفرع الثالث: تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية في السوق خلال سنة 2011.

أولاً: تدخلات بنك الجزائر في السوق خلال سنة 2011

أمام الزيادة الهيكلية للسيولة البنكية واصل بنك الجزائر استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة ، علماً أن العوامل التي تساهم في زيادة السيولة أكبر من العوامل المستقلة لسحب السيولة.

فبالنسبة لأداة استرجاع السيولة أبقى بنك الجزائر على إستخدام هذه الأداة بمبلغ إجمالي ثابت عند 1100 مليار دج إضافة إلى تثبيت توزيع المبلغ الإجمالي لاسترجاع السيولة بـ 25% من أجل إسترجاع الأموال لثلاثة أشهر ، وبـ 75% من أجل استرجاع الأموال لسبعة أيام.

وفيما يتعلق بأداة التسهيلة الدائمة (تسهيله الوديعة المغلة للفائدة) لـ 24 ساعة، فقد انتقلت فوائض خزينة البنوك الموظفة في هذه الأداة من 1016.68 مليار دج نهاية ديسمبر 2010 إلى 1153.5 مليار دج نهاية جوان 2011، ثم ارتفعت إلى 1258.04 مليار دج نهاية ديسمبر 2011، وهذه المرونة من شأنها أن تؤدي بالبنوك والمؤسسات المالية إلى تحسين إدارة سيولتها.

بالنسبة لمعدلات الفائدة المطبقة في السوق النقدية من قبل بنك الجزائر فإن هذا الأخير لم يلجأ إلى أي تعديل جديد على هذه المعدلات مع إبقائها منخفضة في سنة 2011 حيث نجد:

- معدل فائدة تسهيلة الوديعة المغلة للفائدة 0.30%
 - معدل فائدة أداة استرجاع السيولة لثلاثة أشهر 1.25%
 - معدل فائدة أداة استرجاع السيولة لسبعة أيام 0.75%
- وللتذكير فإن الحد الأعلى في فرشاة المعدلات المطبقة من قبل بنك الجزائر لامتناس السيولة الزائدة ، يمثل معدل الفائدة المطبق على أداة استرجاع السيولة لثلاثة أشهر (1.25%) في حين يمثل المعدل الأدنى في الفرشاة معدل فائدة التسهيلة الدائمة لـ 24 ساعة عند 0.30%.

أما أداة الاحتياطي الإجباري فقد شكلت أداة نشطة أخرى على طول سنة 2011، خاصة وأن بنك الجزائر قام بتعديل هذه الأداة برفع معاملها في منتصف ديسمبر 2010 ليصبح 9% مقابل 8% سابقاً، مع إبقاء معدل المكافأة ثابتاً عند نسبة 0.50%

ثانيا:تقييم تدخلات بنك الجزائر لتنظيم السيولة البنكية خلال سنة 2011

بين تطور الاحتياطات الحرة للبنوك خلال سنة 2011 أن مستواها استقر في حوالي 65-69 مليار دج في نهاية كل فترة شهرية بإستثناء جانفي بمبلغ 70.7 مليار دج ومارس بمبلغ 73.4 مليار دج وديسمبر بمبلغ 71.9 مليار دج الأمر الذي يترجم الطابع الفعلي لإمتصاص فوائض السيولة من طرف بنك الجزائر، وبالتالي فعالية السياسة النقدية، خاصة وأن هذه الاحتياطات تراجعت بـ 8.08% (من 78.2 مليار دج نهاية 2010 إلى 71.9 مليار دج نهاية 2011).

كما أن زيادة السيولة البنكية خلال الأشهر الخمس الأولى من السنة (من جانفي إلى ماي) قد بلغت 2914.2 مليار دج نهاية ماي 2011 مقابل 2549.7 مليار دج نهاية ديسمبر 2010. إلا أنه في الواقع قد سجلت الأشهر الخمس الأولى ارتفاع في ودائع قطاع المحروقات ، متبوع بتدفق من الأموال من هذا القطاع لفائدة الخزينة في جوان 2011.

وهكذا تزايدت سيولة خزينة الدولة على حساب السيولة البنكية وهذه الأخيرة تراجعت إلى 2685.9 مليار دج نهاية جوان 2011، وبعد الزيادة في جويلية 2011 استقرت السيولة البنكية خلال باقي السداسي الثاني 2011.

من جهة أخرى وبالتراط مع الدفعات الكبيرة من الدائرة الموازنة في شكل رواتب وتحويلات جارية، تزايدت الودائع في الحسابات البريدية الجارية وفي الخزينة العمومية بنسبة كبيرة تقدر بـ 40.6% سنة 2011، خصوصا في السداسي الأول ومثل هذه الحالة تساهم في التخفيف من فوائض السيولة في السوق النقدية.

وقد زادت الحصة النسبية لأداة التسهيل الدائمة (تسهيل الوديعة المغلة للفائدة) في امتصاص فوائض السيولة، حيث قدرت بـ 44.2% في ديسمبر 2011 مقابل 42.9% نهاية جوان 2011، وما عدا 39.9% في ديسمبر 2010، و 33.4% في جوان 2010، وهذا يشير إلى تحسن نسبي في أداء هذه الأداة في سنة 2011 والتي تتم بمبادرة البنوك. ومثلما ذكرنا سابقا وصلت أرصدة البنوك في الحسابات الجارية لدى بنك الجزائر إلى أعلى قيمة لها 487.05 مليار دج نهاية ديسمبر 2011، وفي نفس الوقت بلغت توظيفاتها في تسهيل الوديعة المغلة للفائدة حجم أكبر وصل إلى 1258.05 مليار دج نهاية ديسمبر 2011. كذلك ساهمت أداة استرجاع السيولة والمستخدم بإستمرار من قبل بنك

الجزائر في امتصاص السيولة من خلال عمليات استرجاع لسبعة ايام ولثلاثة أشهر بمبلغ إجمالي 1100 مليار دج وفق آلية المناقصة.

أما أداة الإحتياطي الإجباري فقد شهدت بعد رفع معاملها إلى 9% فعالية أكبر في أدائها ، حيث وصلت مبالغ الاحتياطيات الإجبارية إلى 569.86 مليار دج نهاية ديسمبر 2011، مقابل 494.13 مليار دج نهاية 2010، أي زاد دورها في امتصاص كمية أكبر من السيولة الزائدة، مع العلم أن وعاء هذه الاحتياطيات قد ارتفع وأصبح يتقلب بين 18% و 20% من السيولات البنكية لدى بنك الجزائر مقابل 16.1% و 19.4% سنة 2010. وبالتالي بعد تشكيل الاحتياطيات الإجبارية وتفعيل دور أدوات التسهيل الدائمة (تسهيل الوديعة المغلة للفائدة) واسترجاع السيولة لثلاثة أشهر وسبعة أيام، تقلب المبلغ المنخفض للإحتياطيات الحرة للبنوك بين 64 و 73 مليار دج سنة 2011 ، الأمر الذي يترجم الدور الفعال في امتصاص فوائض السيولة من قبل بنك الجزائر في إطار إدارة السيولة البنكية.

وفي سياق تسارع وتيرة نمو الكتلة النقدية بنسبة 19.91% في ديسمبر 2011 مقابل 3.1% سنة 2009، وهذا خصوصا تحت تأثير ارتفاع حجم القروض الموجهة للاقتصاد ونفقات الموازنة الجارية بما فيها نفقات الموظفين والتحويلات ، حققت إدارة السياسة النقدية الموجهة من قبل بنك الجزائر رغم النمو النقدي الكبير معدل تضخم 4.5% والذي تجاوز إلا بنصف نقطة معدل التضخم الناتج في سنة 2010 بنسبة 3.9% وفي نفس الوقت بمستوى أقل من تلك المسجلة في 2008 (4.8%) و 2009 (5.7%).

ومن المفيد التذكير أن التضخم المسجل في سنة 2011، هو أساسا داخلي، في إطار الأسواق الداخلية غير المنتظمة ، حيث تزامن سوء إدارة الأسواق الداخلية، بتعديل مدا خيل الأفراد نحو الارتفاع والتوسع المرتبط بالإدخارات المالية لقطاع العائلات والمؤسسات الخاصة من خلال الدائرة الموازنية، خاصة التوسع الكبير للنفقات الموازنية الجارية في سنة 2011 من مساعدات وتحويلات جارية.

خلاصة الفصل الرابع:

- شهدت السوق النقدية الجزائرية عدة مراحل في تطورها للقيام بدوره التمويلي، ففي الفترة من 1962 إلى 1972 عرفت السوق سيطرة بنك باريس لإعادة الخصم، أما في الفترة من 1970 إلى 1989 فقد كانت المعاملات تتم بين البنوك التجارية في السوق النقدية والتي كانت في شكل عمليات على بياض.

وقد تميزت الفترة من 1990 إلى 1995 برفع معدلات التدخل والمتمثلة في معدل إعادة الخصم، معدل تدخل البنك المركزي في السوق النقدية، تسبيقات في الحساب الجاري، بتحديد معدل يساوي 17% مع وضع سقف للتفاوض قدر بـ 18 % وبموجب الإتفاق الممضي مع صندوق النقد الدولي فقد تم تحديد معدل 15 % متعلق بإعادة الخصم ومعدل 20 % يتعلق بتدخلات بنك الجزائر في السوق النقدية ومعدل 24 % على القروض.

- كما شكلت السوق النقدية مكان لتنفيذ سياسة نشطة من قبل بنك الجزائر، فمنذ بداية الفترة كان لهذا الأخير تدخلات في السوق وقد كانت الأمانات الأداة الوحيدة المطبقة لتدخل بنك الجزائر في السوق، وقد ظهرت أداة المناقصات ابتداء من سنة 1995 كآلية مفضلة لبنك الجزائر لتعديل سيولة البنوك، حيث مثل حجم المناقصات أكثر من ثلثي تدخلاته.

- في أكتوبر 1995 تحققت أول مناقصة لقيم الخزينة بأوراق لـ 13 أسبوع وبمبلغ 25 مليون دج، وتبعها عمليات مناقصات أخرى، والهدف من ذلك هو إقامة سوق لقيم الخزينة لمواجهة الدين العام للخزينة وهذا الذي يرتبط بتحسين الإطار المالي الكلي وخصوصا التحكم في التضخم، وهذا الذي يسمح بتمويل جيد لميزانية الدولة.

أما من جهة السوق الثانوية لقيم الخزينة والتي ظهرت منذ سنة 1998، فإن هذه الأخيرة أصبحت أكثر سيولة في الأشهر العشرة من سنة 1998، فقد بلغت الصفقات المنفذة 9,8 مليار دج في نفس السنة، وتجدر الإشارة إلى أن حيوية هذه السوق من شأنها أن تزيد من حركية ونشاط السوق الأولية أين يتم إصدار قيم الخزينة عن طريق آلية المناقصة.

أما فيما يتعلق بمبالغ المناقصة فقد ارتفعت بشك سنوي هذه المبالغ المتعلقة بقيم الخزينة المصدرة في السوق الأولية مثلاً من 75.419 مليار دج آخر 2002 إلى 120.064 مليار دج نهاية 2004 بعد أن صدرت بـ 31.948 مليار دج (نهاية 2003). وهذا الإرتفاع في قيمة الإصدارات يبين دور سوق قيم الخزينة كإحدى أقسام السوق النقدية في تمويل الخزينة العمومية حسب تطورات الدين العام الداخلي.

- أصبحت السوق النقدية في نهاية الفترة 2001 عبارة عن سوق خارج البنك (بمعنى سوق خارج البنك المركزي)، والتي تعني عدم تدخل البنك المركزي في السوق نتيجة الفوائض النقدية التي تميز الخزينة الإجمالية للبنوك التي تنشط في تلك السوق، وأصبحت هذه السوق القناة الأساسية لإعادة تمويل البنوك والمؤسسات المالية بسبب فائض السيولة البنكية ومن ثم تدني معدل الفائدة في السوق.
- بفضل التحسن في الخزينة العمومية في السداسي الأول من سنة 2001 تم الشروع في عملية التطوير المالي للبنوك في نهاية 2001، وبذلك تم رد الاعتبار لملاءة تلك البنوك، حيث تحسنت السيولة البنكية بشكل واضح في السداسي الثاني من سنة 2001، وفي نهاية هذه السنة توفرت مؤشرات تتذرفوائض السيولة بدأت بالظهور.
- بين تطور الوضعية النقدية في سنة 2001 أن زيادة الأصول الخارجية الصافية وتحسن الخزينة العمومية وتطور الإدخار المالي للمؤسسات وقطاع العائلات، قد ساهم في نمو قوي للكتلة النقدية، مع وضعية محتملة لتزايد القروض في الإقتصاد.
- في سنة 2002 سجلت تطورات الوضعية النقدية زيادة في الأصول الخارجية الصافية والوضعية الحسنة للخزينة العمومية وتطور الإدخار المالي للمؤسسات وقطاع العائلات، وكل هذه العناصر مثلما ذكرنا انفا تساهم في نمو قوي للكتلة النقدية، دون تأثير تضخمي. وفي إطار السياسة النقدية تم تنظيم السيولة البنكية عن طريق الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، بحيث تم تنشيط أداة الإحتياطي الإجباري، كما أدخل بنك الجزائر ابتداء من أفريل 2002 أداة امتصاص السيولة (أداة غير مباشرة للسياسة النقدية).
- إن قدرة تمويل الخزينة ظهر بشكل أكبر سنة 2003 بالمقارنة مع سنة 2002، كذلك إرتفع مخزون الإدخارات المالية المتراكمة (ودائع لدى بنك الجزائر) من قبل الخزينة .
- و كثف بنك الجزائر تدخلاته في السوق النقدية خاصة بعد إدخال أداة جديدة تتمثل في التسهيل المغة للفائدة، وبالتالي أصبح البنك يستعمل ثلاث وسائل للسياسة النقدية لإمتصاص فائض السيولة الهيكلية والحد من آثاره السلبية على التضخم وتتمثل هذه الأدوات في:
- إسترجاع السيولة لفترة نضج 07 أيام و 03 أشهر (وسيلتي السوق)
- التسهيل الخاصة بالوديعة المغة للفائدة كتسهيل دائم
- الإحتياطي الإجباري.

وخلال سنة 2011 وعلى منوال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2010 لم تلجأ البنوك والمؤسسات المالية لإعادة التمويل لدى بنك الجزائر ، الأمر الذي يؤكد استمرارية الطابع الهيكلي لفائض السيولة في السوق ما بين البنوك. وشهدت سوق ما بين البنوك إنتعاش نسبي في نشاطها خلال سنة 2007 بالمقارنة مع سنة 2006 وهذا في ضوء تعاظم السيولة البنكية،.ويظهر الطابع الهيكلي لفائض السيولة في الاتجاه المتصاعد لمستوى السيولة البنكية.



الفصل الخامس

السوق النقدية التونسية

وتنظيمها

تمهيد:

يهدف هذا الفصل إلى التعرف على السوق النقدية التونسية، باعتبارها أداة مهمة في تمويل العناصر الاقتصادية، وكذلك أداة تستعملها السلطة النقدية من أجل تنظيم السيولة البنكية بما يعيد التوازن للإقتصاد الوطني.

وبهدف إعادة هيكلة الإقتصاد وتطهيره، كان لزاما على السلطات التونسية تعديل أساسها وأدواتها حتى تتناسب مع متطلبات السياسة الاقتصادية المطلوبة، والتي تستند إلى حرية السوق والقدرة على المنافسة بين الوحدات، والتي تساعد على تعبئة أقصى ما يمكن من الإدخار الوطني، وتوجيه الموارد المتاحة بما يخدم ويدعم مجهود التنمية.

لذلك كانت جهود مستمرة، مبدولة لتحسين اليات السياسة النقدية، ولقد كان أكبر منعرج إبتداءا من سنة 1987 مع الشروع في التحرير المالي في إطار برنامج التصحيح الهيكلي الذي انطلق في سنة 1986، وتزامن تقدم التحرير التدريجي لشروط الإنئتمان مع إرساء طرق التدخل غير المباشر للسلطة النقدية، عبر تنشيط السوق النقدية وإستعمال نسب الفائدة كوسيلة متميزة للسياسة النقدية.

ومن خلال هذا الفصل سوف نتناول في المبحث الأول الحديث عن السوق النقدية التونسية من حيث نشأتها والإطار القانوني الذي تستند إليه ثم نبين في المبحث الثاني التنظيم الحالي للسوق. أما المبحث الثالث فسنعرض فيه إلى علاقة خزانة الدولة بالسوق النقدية.

المبحث الأول: النشأة والإطار القانوني للسوق

يتناول هذا المطلب النشأة التاريخية للسوق النقدية التونسية انطلاقاً من الفرع الأول وفي الفرع الثاني سيدور اهتمامنا حول النصوص القانونية لهذه السوق حتى يمكن الإلمام بنشأة السوق النقدية في تونس

المطلب الأول: نشأة السوق النقدية التونسية

إن إنشاء البنك المركزي التونسي في سنة 1958 كمؤسسة عامة قومية تتمتع بالشخصية المدنية وبالاستقلال المالي¹. لمساندة السياسة الاقتصادية للدولة من خلال عملية الرقابة على التداول النقدي وعمليات توزيع القروض إلى آخره من الوظائف المناطة به.

وفي 23 جويلية 1963 تم إحداث السوق النقدية التونسية² بمثابة الأرضية المناسبة لتنفيذ السياسة النقدية من قبل البنك المركزي التونسي والسماح بإنسجام النظام البنكي. خاصة وأن سنة 1963 قد عرفت تحسن في الإنتاج الاقتصادي والسيولة النقدية في ظل الرواج الناتج عن التوسع الهام في نفقات الاستثمار ، الأمر الذي دفع إلى تنشيط السوق النقدية منذ سنة 1963 لتحسين أداء النظام البنكي.

حيث ظهرت هذه السوق لتمكين البنوك الراغبة في إعادة التمويل من الحصول على السيولة البنكية والمقاصة فيما بينها لفوائضها وعجزاتها من خزينتها ، وأيضا لتمكين البنك المركزي الذي يسعى إلى تحسين رقابته على السيولة البنكية وتحقيق أفضل تأثير على حجم القروض.

كما تيسر تنشيط السوق النقدية بحذف الإلزامات المفروضة فيما مضى على البنوك بتخصيص جزء من إيداعاتها لتمويل عمليات الخزينة العمومية، وقد أصبحت هذه الأخيرة بعد إخضاعها لشروط السوق متزايدة اللجوء إلى الإدخار العمومي ، من خلال القيام منذ سنة 1989 بإصدار رقاع الخزينة وهي سندات جاءت لتعوض رقاع التجهيز التي كانت تكتتب فيها المصارف إجباريا فيما مضى³. كما تزامن تنوع قائمة المشاركين في السوق من بنوك ومؤسسات مالية مع ظهور منتجات مالية جديدة كشهادات الإيداع وأوراق الخزينة.

وقد شهدت هذه السوق في سنة 1974 أول إعادة تنظيم لها، كما لقيت تدعيم أكبر لتوسيعها ابتداء من سنة 1987.

وهكذا تم إحداث السوق النقدية التونسية لدعم التوسع المرجو من البنوك والمؤسسات المالية وللوصول إلى استخدام أمثل للموارد الوطنية المتاحة من خلال منافسة شريفة بين المؤسسات المالية

¹ - القانون رقم 90 لسنة 1958 المؤرخ في 19 سبتمبر 1958 المتعلق بإنشاء وتنظيم البنك المركزي التونسي، الفصل 2.

² - Circulaire n° 63-43 du 22 Juillet 1963 Portant la création du marché monétaire tunisien.

³ - علي توفيق الصادق وآخرون، مرجع سابق، ص 288.

نفسها من جهة، ومن جهة أخرى بين مختلف الأعوان الماليين وغير الماليين في الاقتصاد التي لديها إمكانية إصدار أصول مالية قابلة للتداول لدى كل أصناف الأعوان الاقتصاديين.

المطلب الثاني: الإطار القانوني للسوق:

تستند السوق النقدية التونسية إلى إطار قانوني يهدف إلى تطويرها وتوسيعها حيث:

- منشور رقم 63-43 المؤرخ في 22 جويلية 1963 والمتعلق بإنشاء السوق النقدية التونسية
- منشور رقم 74-01 الصادر في 14 جانفي 1974 والمتعلق بتدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية.
- منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك رقم 87-49 المؤرخ في 29 ديسمبر 1987 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية التونسية.
- منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك رقم 89-14 المؤرخ في 17 ماي 1989 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية التونسية.
- منشور رقم 89-29 المؤرخ في 18 سبتمبر 1989 والمتعلق بشروط وكيفيات إصدار وتسديد رفاع الخزينة.
- منشور رقم 91-08 المؤرخ في 29 أفريل 1991 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية.
- منشور رقم 89-13 المؤرخ في 17 ماي 1989 والمتعلق بكيفيات منح وإعادة تمويل القروض.
- منشور رقم 2000-12 المؤرخ في 06 نوفمبر 2000 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية.
- منشور إلى البنوك عدد 18 لسنة 2001 المؤرخ في 28 ديسمبر 2001 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية التونسية.
- منشور إلى البنوك عدد 03 لسنة 2002 المؤرخ في 08 أفريل 2002 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية.
- منشور إلى البنوك عدد 02 لسنة 2004 المؤرخ في 26 ماي 2004 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية وضبط الشروط المصرفية.
- منشور إلى مؤسسات القرض عدد 09 لسنة 2005 المؤرخ في 14 جويلية 2005 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية.
- منشور إلى مؤسسات القرض عدد 07 لسنة 2009 المؤرخ في 19 فيفري 2009 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية.
- منشور إلى البنوك عدد 11 لسنة 2011 المؤرخ في 19 سبتمبر 2011 والمتعلق بتنظيم الشروط المصرفية.

المبحث الثاني: تنظيم السوق النقدية التونسية

إن التنظيم الحالي للسوق النقدية التونسية يجعل هذه السوق تتكون من قسم سوق ما بين البنوك وقسم سوق الأصول المالية القابلة للتداول.

المطلب الأول: أقسام السوق النقدية التونسية

تتكون السوق النقدية التونسية من صنفين أساسيين يساهمان في تمويل الإقتصاد من خلال جملة من العمليات المنفذة من قبل المتدخلين في السوق.

الفرع الأول: سوق ما بين البنوك

أولاً- لمحة عن سير سوق ما بين البنوك التونسية:

للتذكير فإن سوق ما بين البنوك عبارة عن قسم من السوق النقدية ، وهذا القسم (سوق ما بين البنوك) مفتوح لكل البنوك والمؤسسات المالية المقبولة.

وتتم عمليات التداول أو التفاوض أساس عبر الهاتف أو بوسائل الاتصال المتطورة، مع وجود مصالح لتقصي ونشر المعلومات في وقت حقيقي حتى تسمح للمتعاملين في السوق من الحصول على معلومات كاملة حول الشروط المطبقة ووضعية السوق في تلك اللحظة وابتداءاً من سنة 1988 أصبحت سوق ما بين البنوك في تونس تضم إضافة إلى البنوك مؤسسات مالية أخرى.

حيث ظهرت سوق ما بين البنوك التونسية بشكل حقيقي من خلال القانون 87-49 الصادر في 29 ديسمبر 1987، وظهور مثل هذه السوق داخل أوساط البنوك والمؤسسات المالية سمح بإلتقاء العروض والطلبات على النقود المركزية ومن ثمة تكوين معدل الفائدة بشكل صحيح.

والمتتبع لسير هذه السوق يجد أنها "سوق داخل البنك" خاصة في بداية اتساع نشاطها ، وهذا يعني أن التوفيق بين العرض والطلب على النقود المركزية لا يتحقق إلا بتدخل البنك المركزي الذي يعمل على إحداث التوازن في السوق.

فعندما تريد مؤسسة الإصدار توجيه معدلات الفائدة في السوق، فإنها تتدخل في السوق أيضا ، إما لضخ السيولة إذا كان هناك عجز أو لإمتصاص السيولة في حالة الفائض .

فقد تميزت سوق ما بين البنوك خاصة في بداية نشاطها برجحان تدخلات البنك المركزي لتنظيم السيولة في السوق ولإعادة تمويل البنوك والمؤسسات المالية.

حيث يتم تبادل السيولة بين المتدخلين الرئيسيين في السوق من بنوك ومؤسسات مالية من خلال عمليات الإقراض والإقتراض.

وبشكل يومي تقوم البنوك بتبليغ البنك المركزي التونسي بحجم عمليات الإقراض والإقتراض المنفذة ، إضافة إلى معدلات الفائدة المطبقة، وهذه الأخيرة ترسل في نهاية يوم العمل إلى مصلحة السوق النقدية عن طريق التيلكس ، وهذه المصلحة مكلفة بتجميع ملخصات مرسلة من البنوك في بيان يلخص الصفقات بين البنوك في ذلك اليوم.

ومن خلال ذلك يتسنى لمصلحة السوق حساب المعدلات المتوسطة المرجحة على مبالغ القروض، وهذه المعدلات تكون مقربة بـ $1/16$ % لتعلن في اليوم الموالي من فتح السوق¹. وهكذا تتجه البنوك والمؤسسات المالية إلى سوق ما بين البنوك قصد التسيير اليومي لخزينتها ويشكل المعدل المتوسط المرجح لـ 24 ساء المعدل المرجعي لليوم المعني، ويتم حسابه أيضا شهريا ويعلن للبنوك ولصندوق الإيداع الوطني التونسي مع معدل مكافأة الإيداع في يوم العمل الأول من بداية الشهر عند افتتاح السوق .

ويتباين حجم الصفقات في السوق حسب أهميته النسبية أمام احتياجات البنوك والمؤسسات المالية في السوق، وهذا يعني أنه عند عدم كفاية السيولة البنكية في السوق يقدم البنك المركزي التونسي مساعدات Concours لإشباع النقص الموجود في السيولة البنكية.

وبانتقال سوق ما بين البنوك من سوق تقتصر إلا على البنوك إلى سوق أوسع تضم بنوك ومؤسسات مالية أخرى ، والتي على مستواها يتم استعمال أدوات مالية جديدة قابلة للتداول، الأمر الذي يزيد من سيولة السوق ومن أهميتها مع التقليل من اعتمادها على مساعدات البنك المركزي.

وفي مرحلة متقدمة أصبح البنك المركزي التونسي يعلم في أجل أقصاه اليوم الموالي لإتصاله بالمعلومات من البنوك ، بالنسب المتوسطة المرجحة بمبالغ القروض يوما بعد يوم ونسب المدات الأخرى بجبر النسبة بأقرب $1/100$ نقطة من النسبة المئوية ، كما يعلم وبنفس الطريقة بالنسب المتوسطة والمرجحة لشهادات الإيداع وأوراق الخزينة².

وتجدر الإشارة إلى أن السوق النقدية فيما بين البنوك تعمل بدون انقطاع كامل اليوم من ساعة فتح شبابيك البنك المركزي التونسي إلى ساعة غلقها بالنسبة للبنوك، كيفما تضبطها التراتيب الجاري بها العمل³.

ثانيا - أشكال العمليات في سوق ما بين البنوك:

تنفذ العمليات في سوق ما بين البنوك التونسية تحت شكل إقراض واقتراض للنقد المركزية بين المتدخلين في السوق بإستعمال خطوط القرض الممنوحة تبادليا فيما بين البنوك، أو عن طريق عمليات الأخذ النهائية Prises Fermes والأخذ كإمانة لسندات عامة أو خاصة⁴.

¹ - Nacef Faycel, structure et Fonctionnement du marché monétaire, Institut de financement du développement au Maghreb Arab, Filière Banque, lieu de stage : Banque centrale de Tunisie, 1991, P22.

² - منشور إلى البنوك عدد 02 لسنة 2004 المؤرخ في 26 ماي 2004 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية وضبط الشروط المصرفية ، الفصل الأول.

³ - منشور إلى مؤسسات القرض عدد 09 لسنة 2005 المؤرخ في 14 جويلية 2005 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية، الفصل الثاني.

⁴ - المرجع السابق، الفصل الثالث.

1- العمليات النهائية (شراء أو بيع نهائي):

تهدف هذه العمليات إلى الحصول على السيولة مقابل التخلي النهائي لسندات عامة أو خاصة يتم التفاوض عليها، وهكذا يستفيد أحد الأطراف الذي تنازل على السندات من الحصول على السيولة المطلوبة، في حين يستفيد الطرف الآخر من إعداد مناسب لمحفظة المالية، كما أن هذه العمليات من شراء أو بيع تنفذ بصفة نهائية حيث يحل أحد الأطراف محل المشتري أما الطرف الآخر يكون بائع.

2- عمليات الأمانة:

عبارة عن عمليات بيع مع إعادة الشراء (مثلاً ذكرنا سابقاً)، بمعنى بيع لسندات عامة أو خاصة نقداً مقابل الالتزام بإعادة شرائها في تاريخ متفق عليه. وفي هذه العمليات لا يوجد عقد صريح بين الطرفين، حيث يقوم الطرفان بمبادلة بسيطة للسندات مقابل نقود، أي يقتصر المقترض على تقديم سندات عامة أو خاصة لمقرضه لمدة مؤقتة من أجل الحصول على سيولة.

وبالتالي عملية الأخذ كأمانة لسندات عامة أو خاصة عبارة عن رهن بسيط يرقى إلى درجة الملكية لفائدة المقرض في حالة تعسر المقترض على التسديد، ويمكن أن تكون عمليات الأمانة لـ:

- يوم بيوم : حيث تكون العمليات لـ 24 ساعة، وقابلة للتجديد كل يوم باتفاق الطرفين.
- لأجل: تكون العمليات في هذه الحالة لمدة محددة من بضعة أيام إلى أكثر.

وفي إطار إصلاح السوق النقدية التونسية أصبحت غالبية عمليات الأمانة المطبقة في السوق تتم لسبعة أيام.

3- كما تنجز مبادلات السيولة بين البنوك في إطار اعتمادات قروض فيما بينها. ولهذا الغرض على البنوك أن تشهر باستمرار شروطها لعرض وطلب السيولة في السوق فيما بين البنوك طبق النموذج موضوع الملحق*، ويجب أن يتم الإشهار بواسطة شبكة اتصال تشترك فيها سائر البنوك وتستجيب لمعايير السلامة والموثوقية المتعارف عليها¹.

وفي الواقع العمليات التي تتم في السوق تكون أقل خطورة لأنها تتم مقابل استلام سندات عامة أو خاصة كرهن، فضلاً عن أن هذه السندات المستعملة تكون ذات تصنيف ائتماني مقبول.

ثالثاً - المتدخلون في سوق ما بين البنوك:

نميز في هذه السوق صنفين من المتدخلين :

- من جهة بنوك الإيداع والبنك المركزي التونسي كأطراف رئيسية في السوق، حيث تظهر هذه المؤسسات في السوق تارة مقرضة وتارة أخرى مقترضة للنقود المركزية.

* الملحق رقم 16.

¹ منشور إلى مؤسسات القرض عدد 07 لسنة 2009 المؤرخ في فيفري 2009 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية، الفصل الأول.

- من جهة أخرى بنوك الإستثمار، ومؤسسات مالية متخصصة والتي تهدف إلى تمويل التنمية وجمع الإدخار، ومثال على ذلك الصندوق الوطني للإدخار والسكن، الشركة التونسية لتأمين قرض الصادرات ومثل هذه الهيئات لا تتدخل في السوق إلا كمقرضة من أجل توفير السيولة المناسبة للسوق.

ويبين الجدول الموالي أهم المشاركون في السوق وعلى رأسهم البنك المركزي التونسي

جدول رقم (48): المشاركون في سوق ما بين البنوك التونسية

البنك المركزي التونسي	
البنوك التي تتدخل أحيانا مقرضة وأحيانا مقترضة	البنوك والمؤسسات المالية التي تتدخل كمقرضة فقط (عارضة)
المؤسسة التونسية للبنوك STB	بنك التنمية الاقتصادية التونسي BDET
البنك الوطني التونسي BNT	الصندوق الوطني لتوفير السكن CNEL
بنك الجنوب BS	البنك الوطني للتنمية السياحية BNDT
بنك تونس BT	البنك التونسي الكويتي للتنمية BTKD
القرض العقاري والتجاري التونسي CFCT	الشركة التونسية للإستثمار والتنمية STUSID
البنك الدولي العربي لتونس BIAT	البنك التونسي القطري للإستثمار BTQI
الإتحاد البنكي للتجارة والصناعة UBTI	بنك تونس والإمارات للإستثمار BTEI
الاتحاد الدولي للبنوك UIB	البنك الوطني للتنمية الفلاحية BNDA
بنك فرانكو تونسي BFT	البنك التونسي الليبي للتنمية BTLD
البنك التونسي العربي	الشركة التونسية لتأمين قرض الصادرات COTUNACE

المصدر: البنك المركزي التونسي

رابعاً - معدلات الفائدة في سوق ما بين البنوك التونسية:

نشير في البداية إلى أن تكلفة إعادة التمويل لدى البنك المركزي تتحدد بمعدلات التدخل المختلفة للبنك المركزي في السوق النقدية (معدل نداءات العروض ، معدل الأمانة، لسبعة أيام، ومعدل تعديل السيولة ليوم واحد والتي تسمى بالمعدلات الموجهة).

وبإستخدام هذه المعدلات إلى جانب مساعدات البنك المركزي (تبعاً للنتيجة بوضعية السيولة البنكية في السوق النقدية) ، ويستطيع هذا الأخير التأثير في معدل التوازن الذي تستعمله البنوك والمؤسسات المالية فيما بينها على عمليات الإقراض والإقتراض وبتاريخ استحقاق لـ 24 ساعة، (معدل السوق ليوم واحد)، وبالتتابع يتم التأثير على المعدلات الأخرى في السوق.

كذلك يؤثر معدل إعادة التمويل لدى البنك المركزي على مجموع المعدلات المدينة Taux débiteurs والدائنة Créditeurs المطبقة من قبل البنوك على زبائنها ، كما يمتد تأثيره على المعدلات المطبقة في أسواق الأوراق المالية.

1- المعدلات الموجهة Les Taux directeurs:

وتعني هذه المعدلات، معدل نداءات العروض ومعدل الأمانة لسبعة أيام أما معدل تعديل السيولة لـ 24 ساعة فإنه يعمل على تعديل أي تقلب غير مرغوب في فرشاة المعدلات المحددة بالمعدلات الموجهة (من معدل نداءات العروض ومعدل الأمانة).

أ- معدل نداءات العروض Le taux de l'appel d'offre:

يشكل هذا الإجراء الطريق الأكثر انتظاما لتغذية السوق بالنقد المركزي ، ومن خلال هذا المعدل يشتري البنك المركزي من البنوك (المعتمدة للتدخل في سوق ما بين البنوك) سندات عمومية أو خاصة مقابل تحويل نقد مركزي في حساباتها الجارية لديه.

أي أن هذا المعدل يوفر الظروف الملائمة لإعادة تمويل البنوك بنقد البنك المركزي، ويدعو البنك المركزي وفق هذه الآلية البنوك لتقديم عروضها من السندات، وحسب الشروط التي تريدها (بتحديد معدلات الفائدة ومبالغ العملية).

وبعد فرز العروض يعمل البنك المركزي على تحديد حجم السيولة المقرر ضخه في السوق، حيث تقبل الطلبات المعبر عنها من البنوك وفق إحدى الإجراءات التالية:

- الطريقة الهولندية (آلية المعدلات المتعددة): حيث يقبل البنك المركزي العروض وفق هذه الطريقة بدءا بالمعدلات الأكثر ارتفاعا.
 - الطريقة الفرنسية (آلية المعدل الوحيد): وحسب هذه الطريقة يتم قبول عروض البنوك عند معدل الفائدة تساوي على الأقل ذلك المعدل المحدد من قبل مؤسسة الإصدار، وهذا لإجمالي المبلغ المطلوب من طرف البنوك أو بنسبة مساوية من هذه الطلبات.
 - طريقة مختلطة (وسط): حيث يقبل البنك المركزي عروض البنوك (لمنحهم السيولة) بشكل مزدوج أي وفق آلية المعدلات المتعددة ووفق آلية المعدل الوحيد¹.
- ومن المفيد أن نشير إلى أن البنك المركزي التونسي في غالبية الحالات يتبع طريقة المعدل الوحيد، وذلك منذ إعادة تنظيم السوق النقدية.

ب- معدل الأمانة:

إن عمليات الأمانة يمكن أن تنفذ بشكل يومي فهي أداة تستفيد منها البنوك يوميا، ويكون معدل الفائدة المطبق على هذه الأداة أكبر بهامش قليل (عموما بنقطة مئوية)، من ذلك المعدل على عمليات نداءات العروض.

¹ - Circulaire n° 89-14 du 17Mai1989 Portant organisation du marché monétaire , article 13.

حيث البنوك تلجأ إلى هذه الآلية عندما لا تجد السيولة الكافية في السوق ،ومن ثمة فهي مجبرة لتنتمول مرة أخرى لسبعة أيام لدى البنك المركزي التونسي بمعدل مرتفع عن معدل يوم بيوم في السوق ما بين البنوك، وبشروط ترتبط بأنواع السندات العامة والخاصة محددة من قبل البنك المركزي التونسي للقيام بعملية الأمانة على مستواه¹.

خاصة وأن القروض الممنوحة من طرف البنك المركزي التونسي في إطار تدخلاته في السوق تكون مقابل استلام سند إجمالي للتعبئة.

كذلك يتقلب معدل سوق ما بين البنوك بين معدل نداءات العروض ومعدل الأمانة لسبعة أيام ، إلا إذا أجبرت البنوك أحيانا إلى إعادة التمويل من متدخلين آخرين في ظروف أقل ملائمة من تلك المتعلقة بالأمانة لسبعة أيام ، وفي هذه الحالة يمكن أن يتجاوز معدل سوق ما بين البنوك مستوى معدل الأمانة لسبعة أيام.

ومن المفيد أن نذكر أنه إذا معدل اليوم بيوم لسوق ما بين البنوك أصبح خارج الفرشة المحددة بالمعدلات الموجهة، فإن البنك المركزي التونسي يمكن أن يتدخل في السوق عن طريق عمليات التعديل النهائي للسيولة (امتصاص أو ضخ السيولة ليوم واحد) ، وهذا من أجل تخفيف في تقلبات المعدل ليوم المتعلق بالسوق ما بين البنوك الذي لم يتوافق مع إدارة السياسة النقدية.

وعموما يتدخل البنك المركزي التونسي في هذه الحالة حسب ظروف السوق أي بمعدل يكون ضمن فرشة المعدلات الموجهة.

2- المعدلات المرجعية قصيرة الأجل في السوق:

أ- معدل اليوم بيوم للسوق النقدية:

ينتج هذا المعدل من الصفقات المنفذة من قبل مختلف المتدخلين في السوق، ويتعلق هذا المعدل بمتوسط المعدلات المطبقة في ذلك اليوم المرجحة بمبالغ الصفقات يوم بيوم المنفذة في السوق والمقرب بـ 1/16 نقطة.

ويعكس كذلك هذا المعدل، سعر النقد المتعلق بتوازن العرض والطلب على النقود في هذه السوق.

ويحسب هذا المعدل مثلما ذكرنا سابقا من قبل البنك المركزي في نهاية اليوم ، عندما هذا الأخير يتلقى كل المعلومات حول العمليات (عمليات الإقراض والإقتراض بين المتدخلين).

ويتم الإعلان عنه في اليوم الموالي لذلك، ويضيف هذا المؤشر أهمية كبيرة، بما أنه يحدد وضعية السيولة في السوق وبالتتابع ظروف تمويل البنوك في السوق لأجل قصير، وأيضا تمويل الأعوان الاقتصاديين.

¹-Circulaire n° 87-49 du 29 décembre 1987 Portant organisation du marché monétaire , article 12.

وفي الواقع الإشارات المرسلّة من قبل السلطات النقدية من خلال تدخلاتها في السوق، والتي تنعكس مباشرة على معدل اليوم بيوم للسوق، من شأنه أن يؤثر على مختلف الأعوان الاقتصاديين من مستثمرين ومقترضين ومستهلكين ومنتجين.

وكلما زاد مجال تدخلات البنك المركزي في السوق ، كلما زاد تأثيره على معدل اليوم بيوم، ومثال على ذلك صدور قانون رقم 2000-37 في 04 أفريل 2000 المعدل للقانون رقم 58-90 الصادر في 19 سبتمبر 1958 المتعلق بإنشاء وتنظيم البنك المركزي التونسي، ومثل هذا القانون جاء لتوسيع تدخلات البنك المركزي التونسي.

وفي كل مرة تدخلات البنك المركزي في السوق تؤثر على السيولة البنكية ومن ثمة على معدل فائدة في السوق فمثلا بيع سند في السوق يعني سحب سيولة ومن ثمة ارتفاع معدل السوق والعكس صحيح.

ب- معدل المتوسط الشهري للسوق النقدية TMM:

ويحسب هذا المؤشر الثاني من قبل البنك المركزي التونسي ويتعلق بالمتوسط الحسابي لمعدلات اليوم بيوم لسوق النقدية والمطابقة أثناء ذلك الشهر والمقرب بـ $1/16$ نقطة.

ويعلن معدل الفائدة المتوسط الشهري بالمائة بأربعة أعداد عشرية

الفرع الثاني: سوق الأصول المالية القابلة للتداول

إن إعادة تنظيم السوق النقدية التونسية قد تم أيضا من خلال طرح أدوات مالية جديدة في السوق ، وهذه الأدوات يتم إنشاؤها تحت تصرف مجموعة مختلفة من المتدخلين. وتتمثل هذه الأدوات الجديدة في شهادات الإيداع ، وأوراق الخزينة (تسمى أيضا بسندات الصندوق)، بالإضافة إلى السندات المصدرة من قبل الخزينة العمومية .

وابتداء من سنة 1989 أصبح بعض الأعوان غير الماليين (كالدولة والمؤسسات) والهيئات المالية (شركات الاستثمار ذات رأسمال متغير، التأمينات) معتمدين للتدخل في السوق النقدية في إطار سوق الأصول المالية القابلة للتداول.

أولا - الأصول المالية في السوق:

لتجنب الاتجاهات التضخمية بسبب الإستدانة تطلب توسيع السوق النقدية التونسية وزيادة فعاليتها في تعبئة الإدخارات وتمويل الاقتصاد، ولتحقيق هذا الهدف تم إصدار أصول مالية قابلة للتداول في السوق.

1- شهادات الإيداع :

عبارة عن أوراق قابلة للتداول ، يتم إصدارها في السوق النقدية من قبل هيئات معتمدة للإصدار تتمثل في بنوك الإيداع والاستثمار ، وذلك من أجل الحصول على السيولة من المؤسسات والهيئات الأخرى¹.

كذلك شهادات الإيداع هي بمثابة سندات صندوق نوعية، تصدرها بنوك الإيداع لآجال أقل من سنة في الغالب ولآجال لا تتجاوز خمس سنوات بالنسبة لشهادات الإيداع التي تصدرها بنوك الاستثمار ، علما أن أجل التسديد هي مضاعف عشرة أيام دون أن تتجاوز خمس سنوات ، وإضافة إلى هذه الخصائص يتعين في شهادات الإيداع أن²:

- تكون لحاملها ومصدرة (émis) بالقيمة الاسمية.
- يجب أن يكون المبلغ الاسمي للإكتتاب مضاعف لـ 500.000 دينار (أي الحد الأدنى لمبلغ الشهادات 500.000 دينار).
- لديها تاريخ استحقاق ثابت.
- تشكل شهادات الإيداع موضوع مكافأة بمعدل ثابت يتحدد بشكل حر عند الإصدار ، كما أن الفوائد قابلة للدفع مسبقا عند الإصدار.

كما أن المدة الأدنى للتوظيف تم تعديلها من 10 إلى 90 يوم، وذلك بهدف كبح نمو الكتلة النقدية والسماح باستقرار موارد البنوك.

وأیضا تسمح شهادات الإيداع بإغلاق عوائد لفائدة المؤسسات والهيئات الأخرى نتيجة توظيف فوائضهم النقدية، مع إمكانية تسيلها (بيعها) في السوق، وبدون إعادة شرائها من المصدر

L'émetteur

كما تستفيد منها البنوك في تجميع السيولة من السوق النقدية.

وترتبط شهادات الإيداع بخطط تنظيم يخضع للنظام الضريبي على عوائد التوظيفات، بإقتطاع يصل إلى 15% ، كما فرضت السلطات النقدية نسبة احتياطي إجباري على هذه الشهادات، وفي نهاية كل يوم عمل تبلغ البنوك البنك المركزي التونسي بالعمليات على شهادات الإيداع من ناحية المعدل والمدة... إلخ.

و بصور منشور البنك المركزي التونسي إلى مؤسسات القرض عدد 9 لسنة 2005، توجب على شهادات الإيداع التي لا يمكن إصدارها إلا من قبل مؤسسات القرض أن تكون³:

- إسمية ومصدرة بالقيمة الاسمية.

¹-Circulaire n° 87-49, opcit , article02.

² -Circulaire n° 91-08 du 29 Avril1991 Portant organisation du marché monétaire , article03.

³ - منشور إلى مؤسسات القرض عدد 9 لسنة 2005، مرجع سابق، الفصل الرابع.

- مسجلة بحساب لدى مؤسسة قرض باسم المكتتب.
- ذات مبلغ إسمي أدنى يمثل ضاربا لخمسمائة (500) ألف دينار.
- ذات أجل محدد.
- ذات مدة أداها عشرة (10) أيام وأقصاها خمس (5) سنوات، يجب أن تكون هذه المدة ضاربا لعشرة (10) أيام أو لأشهر أو لسنوات.
- ذات تأجير بنسبة فائدة قارة يقع ضبطها بحرية عند الإصدار بالنسبة للمدات التي تقل أو تساوي السنة و بنسبة فائدة قارة أو متغيرة بالنسبة للمدات التي تفوق السنة، وحددت طريقة دفع هذا التأجير وقاعدة احتسابه ضمن الفصل 7 من هذا المنشور.
- لا يمكن تسديد شهادات الإيداع قبل حلول أجلها ولا يمكنها أن تتضمن على منحة تسديد.
- 2- أوراق الخزينة (سندات الصندوق):**

تشكل أوراق الخزينة أوراق دين لحاملها ، كما أنها قابلة للتداول في السوق النقدية وتعتبر أيضا وسيلة دعم (Support) للإقتراضات التي تتم من المؤسسات والهيئات في السوق النقدية. وفي الحقيقة توجد ثلاثة أطراف تدخل في هذا النوع من السندات، المصدر (المقترض)، المكتتب (المقرض)، والبنك الوسيط حيث تدخله إجباري في هذه السندات¹. ويمكن شرح ذلك كالتالي:

- **المقترض (المصدر):** بإمكانه أن يطلب السيولة من السوق النقدية عن طريق إصدار أوراق الخزينة ، وهذه الأوراق يمكن إصدارها من قبل مؤسسات مغفلة (Sociétés anonymes) تحوز كحد أدنى رأس مال محرر بقيمة واحد مليون دينار، ومن مؤسسات تخضع إدارتها لنصوص قانونية خاصة ، والمؤسسات المدرجة في تسعيرة البورصة، والمؤسسات المستفيدة من تصنيف ائتماني من إحدى وكالات التصنيف المعتمدة.

وفي جويلية 2005 فتح البنك المركزي التونسي المجال لعدة هيئات لتوسيع السوق النقدية، حيث يمكن للشركات والمؤسسات التالية، غير مؤسسات القرض، أن تطلب السيولات في السوق النقدية، لدى الأشخاص المعنويين من أشخاص القانون العام أو من أشخاص القانون الخاص أولدى الأشخاص الطبيعيين، مقابل إصدار أوراق الخزينة:²

* الشركات المدرجة بالبورصة.

* الشركات المنتفعة بتقييم من مؤسسة مختصة في التقييم.

* الشركات خفية الاسم التي لها رأس مال أدنى مدفوع قدره مليون دينار ومر على وجودها سنتين على الأقل وأعدت قوائم مالية تتعلق بحسابات سنتين مصادق عليهما من قبل مراقب حسابات طبقا للتشريع الجاري به العمل.

¹ - Circulaire n° 89-14, opcit , article 08.

² - منشور إلى مؤسسات القرض عدد 9 لسنة 2005، مرجع سابق، الفصل الخامس.

* الشركات المنتفعة بضمان بنكي لأول طلب بعنوان إصدار أوراق خزينة وفي هذه الحالة

يحل إمضاء البنك محل إمضاء المصدر.

* الشركات التي تحصلت على إعتقاد تعويض يخول لها مواجهة حاجيات الخزينة من السيولة التي لم يمكن تغطيتها من جراء إستحالة القيام بتجديد الإصدارات السابقة نظرا لوضعية السوق النقدية دون أي سبب آخر. إن منح هذا الإعتقاد من طرف البنك لايقوم مقام الضمان.

* الشركات المنتمية إلى تجمع شركات في حالة إنتماء المكتتبين إلى نفس التجمع.

* المؤسسات الخاضعة إلى أحكام تشريعية خاصة.

وينبغي قبل كل شيء أن تكون كل من ميزانيات والحسابات التابعة المؤكدة في آخر سنتين ماليتين للمقترض (المصدرين) معلنه في الجريدة الرسمية للجمهورية التونسية ، كما يمكن للمؤسسة المصدرة Société émettrice أن تستفيد من ضمان احتياطي*. أثناء قيامها بعمليات إصدار أوراق الخزينة ، وهذا ما يجعل الأوراق أداة معززة في التداول.

- **البنك:** ينبغي أن تكون أوراق الخزينة مستوطنة (domicilié) لدى بنك ما الذي سيضمن انتظام هذه الأوراق ، وتدخل بنك تجاري في مثل هذه الحالات يستند إلى منح المصدر L'emetteur إما ضمان إحتياطي من خلال توقيع البنك وهذا يحمل ضمان للمقترض العاجز عن الوفاء ، وإما بمنح خط بديل من خلال التزام البنك بتجديد الأوراق لصالح المصدر في حالة عدم وجود سيولة في السوق.

وينبغي أن تتوفر في هذه الأوراق الخصائص التالية:¹

. تصدر بالقيمة الاسمية وتكون لحاملها وبدون علاوة تسديد.

. تحمل تاريخ استحقاق ثابت

. يتم دفع الفوائد مسبقا عند الإصدار، والتي تحسب بمعدل فائدة ثابت يتحدد بشكل حر عند

الإصدار

. تصدر لمدة تتراوح بين 10 أيام و 180 يوم على الأكثر كما أن هذه المدة يجب أن تكون

من مضاعفات العدد 10.

. ينبغي أن يكون المبلغ الاسمي الأدنى يمثل مضاعف 500.000 دينار.

*: البنك التجاري كضامن بكتابة عبارة " مقبول كضامن احتياطي " أو أي عبارة مماثلة على السند ، أو في سند منفصل يحمل مبلغ الكفالة
ومكان الإصدار وإسم المضمون فضلا عن توقيع البنك الضامن.

¹ - Circulaire n° 87-49, Op Cit, article 06.

ومن المفيد أن تشير إلى أنه في إطار توسيع السوق النقدية التونسية تم تشجيع تطوير سوق ما بين المؤسسات (سوق سندات الصندوق)، من خلال تعديل شروط إصدار أوراق الخزينة (سندات الصندوق)، أولا في سنة 1989¹. ثم في سنة 1991².

حيث تم تخفيض المبلغ الأدنى الإسمي إلى 100.000 دينار سنة 1989، ثم إلى 50.000 دينار سنة 1991، كما أنه في سنة 1991، تم تمديد آجال الأوراق من 180 يوم إلى 5 سنوات ، أي أصبحت الأوراق تصدر بين 10 أيام إلى 5 سنوات كحد أقصى، وهذه التعديلات من شأنها تقديم الأحسن أمام احتياجات الأطراف وتوسيع مجال الأسعار على هذه الأوراق.

وبهذا الفعل انتقلت مبالغ العمليات من 27 مليون دينار في جانفي 1990 إلى 450 مليون دينار في ديسمبر 1990، وهذا قبل أن تستقر عند 325 مليون دينار في جويلية 1991.

جدول رقم (49): مبالغ أوراق الخزينة
الوحدة : مليون دينار

الأشهر	جانفي 1990	أوت 1990	جانفي 1991	جويلية 1991
مبالغ أوراق الخزينة	27.6	145.9	267.5	325

Source : Nacef Faycel, opcit,p17.

من خلال الجدول يمكن القول أن أوراق الخزينة قد لعبت دورا كبيرا في تعبئة الإدخار ، حيث أصبحت تمثل قروض ما بين المؤسسات محققة في السوق النقدية فضلا عن أن هذه الأوراق قابلة للخصم. و ابتداء من سنة 2005 وحسب الفصل السادس من المنشور الموجه إلى مؤسسات القرض عدد 9 لسنة 2005 ، يجب أن تكون أوراق الخزينة:

. إسمية ومصدرة بالقيمة الإسمية

. مسجلة بحسابات لدى مؤسسة قرض باسم المكتتب.

. ذات مبلغ إسمي أدنى يمثل ضاربا لحمسين (50) ألف دينار.

. ذات أجل محدد.

. ذات مدة أدناها عشرة (10) أيام وأقصاها خمس (5) سنوات على أن تكون ضاربا لعشرة

(10) أيام أو لأشهر أو لسنوات.

. ذات تأجير بنسبة فائدة قارة يقع ضبطها بحرية عند الإصدار بالنسبة للمدات التي تقل أو

تساوي السنة وبنسبة فائدة قارة أو متغيرة بالنسبة للمدات التي تفوق السنة. وحددت طريقة دفع هذا التأجير وقاعدة احتسابه.

. ذات مقر دفع يقع تعيينه لدى أحد البنوك.

لا يمكن أن تتضمن أوراق الخزينة على منحة تسديد.

¹ - Circulaire n° 89-14,Op Cit, article03.

² - Circulaire n° 91-08,Op Cit, article06.

وفي نهاية كل يوم عمل تقوم البنوك بإبلاغ البنك المركزي التونسي حول العمليات على أوراق الخزينة من حيث الحجم والمعدل والمدة....إلخ.

3- أذون الخزينة Les bons du Trésor:

لقد دعم القانون رقم 89-29 الصادر في 18 سبتمبر 1989 والمتعلق بشروط كفاءات إصدار وتسديد أذون الخزينة ، ظهور أذون الخزينة كأداة جديدة في السوق النقدية ومثل هذا القرار الرسمي الصادر من وزارة التخطيط والمالية قد صرح بأن تطبيق نصوص القانون الصادر، أسندت إلى البنك المركزي التونسي، وهذا في إطار الإصلاح المالي في السوق النقدية والسوق المالية.

أ- خصائص أذون الخزينة:

تصور أذون الخزينة التي تصدرها الخزينة العمومية اقتراضات في إطار توازن ميزانية الدولة ، وهذه السندات قابلة للتداول لدى مجموع البنوك المتدخلة في السوق النقدية، كما أن المبلغ الموحد لكل سند حدد بـ 1000 دينار¹.

أي حتى تتمول الخزينة العمومية من السوق النقدية تم تدعيم سير هذه الأخيرة من خلال تشجيع تطوير سوق ثانوية للسندات العامة ، وذلك بطرح أداة إضافية تتمثل في أذون الخزينة في السوق.

كما يتم إدارة هذه السندات في الحسابات الجارية على مستوى دفاتر البنك المركزي التونسي باسم المؤسسات البنكية المكتتبة.

وللإشارة لم تستطع الخزينة العمومية الإستمرار في التمويل عن طريق طرح سندات التجهيز (سندات تصدرها الخزينة للحصول على قروض طويلة الأجل) بمعدل منخفض ، الأمر الذي دفع بالخزينة إلى إصدار أذون الخزينة قصيرة الأجل لعدم كفاية تلك السندات (سندات التجهيز).

حيث تساهم أذون الخزينة في توسيع قاعدة السوق النقدية ، وفي اجتذاب أكبر إيداع للنظام المالي ، وتخفيف عبء تمويل الدولة المفروض على البنوك.

وتواريخ استحقاق أذون الخزينة تكون معلومة للبنوك في كل حصة مناقصة حيث تصدر لـ 13، 26، 52 أسبوع، وبمعدل فائدة ثابت ينتج عن عروض البنوك ويحسب على أساس 360 يوم² ، وتحسب الفوائد عند الاكتتاب وفق الصيغة التالية:

$$I = \frac{C.T.N}{36000 + T.N}$$

حيث:

أ: مبلغ الفوائد

C: القيمة الاسمية لسند الخزينة

¹-Circulaire n° 89-29 du 18 Septembre 1989 ,Portant les conditions et modalités d'émission et de remboursement des bons du trésor , article 01.

²-Circulaire n° 89-29,opcit, article 03 et 04..

T: معدل الفائدة

N: عدد الأيام

كذلك هذه السندات قابلة للتسديد مرة واحدة في تاريخ الإستحقاق ، وعندما يتزامن تاريخ الإستحقاق مع يوم عطلة فإن التسديد سيؤجل إلى اليوم الموالي للعمل. وإضافة إلى السندات المذكورة أعلاه (13، 26، 52 أسبوع) تم إصدار سندات لآجال تمتد من سنتين إلى 05 سنوات في سنة 1991، ولمدة ثلاث سنوات مع الإشارة إلى أن تسديد الفوائد على هذه الأخيرة (السندات التي تفوق سنة)، يكون سنويا إلى تاريخ استحقاق السند، كما أن هذه السندات تصدر بنفس شروط الأذون المذكورة أعلاه.

ب- شروط الإصدار والإكتتاب في أذون الخزينة:

يتم إصدار أذون الخزينة عن طريق المناقصة وتتم عملية الإعلان عن إصدار أذون من قبل البنك المركزي التونسي الذي يخبر البنوك المتدخلة في السوق النقدية بذلك في كل تاريخ مناقصة: تاريخ استحقاق الأذونات ، مبلغ الإصدار ، تاريخ إيداع العروض وتاريخ تسوية الإكتتاب المقبولة¹.

وهذه الأذونات يمكن أن تكتتب فيها البنوك لحسابها الخاص أو لحساب زبائنها الذين يرغبون في توظيف أموالهم الفائضة.

ويرسل كل بنك متعهد (Soumissionnaire) عرضه طبقا لنموذج يتضمن المبلغ الإجمالي المطلوب بمعدلات فائدة مرتبة تصاعديا بنسبة 1/16 نقطة مئوية، إلى البنك المركزي التونسي.

بعد فرز العروض يتم قبول البنوك العارضين من خلال البدء بالعروض ذات المعدلات المنخفضة إلى غاية حدود المبلغ المطلوب للإقتراض المحدد من قبل مديرية الخزينة والبنك المركزي التونسي.

كذلك توجد نسبة محددة من كل عرض وثابتة في إعلان كل مناقصة، مخصصة هذه النسبة للعروض المقدمة غير التنافسية من البنوك لحساب زبائنها، وهذه العروض غير التنافسية تنفذ بمعدل متوسط مرجح للعروض المقبولة ومقرب بـ 1/16 نقطة مئوية².

وفي كل عملية اكتتاب يتم تغذية حساب الخزينة العمومية من المبلغ المكتتب بجعل حساب كل بنك مدين في تلك اللحظة مع طرح الفوائد بشكل مسبق لفائدة البنوك المكتتبة.

ج- العمليات على أذون الخزينة:

تعمل البنوك التي رست عليها المناقصة على نشر أو الإعلان على أسعار المشترين والبائعين، المتعلقة بأذون الخزينة القابلة للتداول، وذلك على طول اليوم، ومن خلال ذلك يتسنى تنفيذ الصفقات.

¹ -Circulaire n° 89-29,op.cit., article 06.

² - Circulaire n° 89-29,op.cit., article 08.

خاصة وأن هذه الأذونات تحمل ميزة مزدوجة للبنوك :معدل مكافأة نسبيا مرتفع،وسيوولة معتبرة في السوق الثانوية.

وتشكل هذه الأذونات موضوع عدة صفقات منذ الإصدار إلى غاية التسديد في تاريخ الاستحقاق.

* معلومات من البنك المركزي التونسي ومن البنوك:

عقب كل عملية للعروض يخبر البنك المركزي التونسي المشاركين في المناقصة خاصة بالمعلومات التالية:

- المبلغ الذي على أساسه تقبل العروض التنافسية
- المبلغ الذي على أساسه تقبل العروض غير التنافسية
- المعدل المتوسط المرجح لكل عملية مناقصة مقرب بـ 1/16 نقطة مئوية
- كما يلتزم كل بنك بإخبار البنك المركزي التونسي في نهاية كل يوم عمل بـ:
- أسعار المشترين والبائعين لكل أجل لأذون الخزينة عند افتتاح وعند إغلاق الشبايك.
- الحجم الإجمالي لصفقات البيع والشراء لكل أجل من أذون الخزينة ، مع الإشارة إلى الأسعار المتوسطة للمشترين والبائعين والتي من خلالها تجري الصفقات.

ثانيا- معدلات الفائدة في سوق الأصول المالية القابلة للتداول:

1 - معدلات أذون الخزينة (رقاع الخزينة):

من المفيد التنكير أن كفيات إصدار وتسديد أذون الخزينة قصيرة الأجل ، هي نفس الإجراءات التي تتم على أذون الخزينة التي تتجاوز السنة مثل سندات الخزينة المماثلة ، ماعدا أن الفوائد تدفع عند الإصدار بالنسبة لأذون الخزينة قصيرة الأجل، في حين تدفع الفوائد على الأذون الأخرى للخزينة في تاريخ الاستحقاق .

حيث تحسب الفوائد بالنسبة لرقاع الخزينة قصيرة الأجل على أساس نسبة الفائدة المحددة بالمناقصة وتدفع الفوائد عند الاكتتاب وتحتسب على أساس عدد الأيام الحقيقي من سنة تعد 360 يوما.

$$I = \frac{C.T.N}{36000 + T.N}$$

حيث:

I: مبلغ الفوائد

C: القيمة الاسمية لرقاع الخزينة

T: معدل الفائدة

N: عدد الأيام

أما بالنسبة لرقاع الخزينة التي تفوق السنة ، فإن الفوائد تدفع في تاريخ الاستحقاق لهذه الأذون وفق الصيغة التالية:

$$I = \frac{C.T.N}{36000}$$

كما نشير إلى أن معدلات الفائدة تكون ثابتة عموما من طرف هيئة الإصدار (الخزينة العمومية) تبعا لعروض البنوك، وهذه الأخيرة مفوضة للتدخل في السوق الأولية لرقاع الخزينة (كمختصين في قيم الخزينة).

2- معدلات الأصول الأخرى القابلة للتداول:

إن شهادات الإيداع المصدرة من قبل البنوك تبعا لقوانين البنك المركزي التونسي رقم 87-49 في تاريخ 1987/12/29، ورقم 89-14 في تاريخ 1989/05/17، ورقم 91-08 في تاريخ 1991/04/29، ورقم 2000-12 بتاريخ 2000/11/06، والمتعلقة بشروط إصدار وتسديد هذه الشهادات، بالإضافة إلى أوراق الخزينة (سندات الصندوق) المصدرة من قبل المؤسسات والتي تتوفر فيها بعض الخصائص المحددة في نفس القوانين المذكورة أعلاه، كل هذه السندات قد عرفت تطورا سريعا خاصة بعد انتظام شروط إصدار وتسديد هذه السندات.

وتتحدد معدلات الفائدة على شهادات الإيداع وأوراق الخزينة (سندات الصندوق) بالمساومة وبطوعية بين الهيئات المصدرة والمكتتبين في هذه السندات تبعا للشروط التي تحكم السوق. ومثلما أشرنا سابقا تدفع الفوائد مسبقا بالنسبة لشهادات الإيداع وأوراق الخزينة التي تقل مدتها أو تساوي السنة وتحتسب وفقا للقاعدة التالية:

$$I = \frac{C.T.N}{36000 + T.N}$$

أي:

أ: مبلغ الفائدة

C: مبلغ السند

T: معدل الفائدة

N: العدد الصحيح لأيام ابتداء من يوم الإكتتاب إلى يوم حلول الأجل مع إعتبارهما.

بالنسبة لشهادات الإيداع وأوراق الخزينة التي تفوق مدتها السنة، تدفع الفوائد في آخر كل فترة سنوية وبحلول الأجل بالنسبة للقسط المتبقي من السنة وتحتسب وفقا للقاعدة التالية:

$$I = \frac{C.T.N}{36000}$$

أي:

أ: مبلغ الفائدة

C: مبلغ السند

T: معدل الفائدة

N: العدد الصحيح لأيام الفترة السنوية أو القسط المتبقي من السنة.

المطلب الثاني: المتدخلون في السوق النقدية التونسية

منذ صدور القانون رقم 87-49 بتاريخ 29 ديسمبر 1987، والقانون رقم 89-14 بتاريخ 17 ماي 1989، والمتعلقان بتنظيم السوق النقدية ، تم توسيع السوق النقدية التونسية بمتدخلين آخرين وتحسين إدارة سيولة البنوك، والمؤسسات، خاصة بعد ظهور أصول مالية جديدة كشهادات الإيداع ، وأوراق الخزينة (سندات الصندوق)، ورقات الخزينة .

وقد أصبحت السوق مفتوحة لكل البنوك ، والخزينة العمومية ، والمؤسسات المالية وغير المالية والهيئات الأخرى.

الفرع الأول: البنك المركزي التونسي:

يعتبر البنك المركزي التونسي مؤسسة الإصدار للدولة، وبنك البنوك ، حيث يضمن لهذه الأخيرة فتح حساب جاري على مستواه ، والقيام بخدمة المقاصة على أرصدة البنوك، وخدمة الإعلام (مركزية الشيكات غير المدفوعة ، المخاطر...) بالإضافة إلى دوره كملجأ أخير للإقراض، فهو السلطة الوصية على البنوك ، وأيضاً يمثل بنك الدولة الذي يضمن خدمة عامة تتمثل في السير المركزي للعملة الصعبة، فضلاً عن تنفيذ السياسة النقدية.

ويشكل البنك المركزي التونسي المحرك الرئيسي للسوق النقدية خاصة وأنه يضمن للبنوك إعادة التمويل الدائم، في حالة نقص السيولة ، المسجل في السوق ، ويتجسد هذا المنح من النقود المركزية تحت شكل مساعدات بمعدلات متغيرة تشير بوضوح إلى الأهداف المحددة في هذا المجال ، حيث نجد أن البنك المركزي يملك أدوات موجهة تتمثل في معدل نداءات العروض ومعدل الأمانة لسبعة أيام ، وهذه الأدوات من شأنها توجيه معدلات الفائدة في السوق النقدية حسب الوجهة المطلوبة وبما يتوافق مع أهداف السياسة النقدية.

كما يملك البنك المركزي التونسي الحق في التدخل في السوق من خلال الإقراض أو الإقتراض لأجل قصير ، في شكل عمليات لـ 24 ساعة، من ضخ أو سحب للسيولة ، ومن ثمة التأثير على معدلات الفائدة في السوق، وهذا فضلاً عن وجود أدوات أخرى بيد البنك المركزي التونسي تهدف إلى تنظيم السيولة في السوق النقدية.

الفرع الثاني: البنوك العادية.

عملياً تتكون البنوك العادية من: بنوك الإيداع ، بنوك التنمية ، بنوك الأعمال وبنوك الأوفشور وهذا التمييز بين البنوك تم في إطار الإصلاح البنكي في سنة 2001 .

أولا - بنوك الودائع:

تتلخص وظائف بنوك الودائع في تلقي الودائع من الجمهور لأجل وأشكال مختلفة ومنح قروض تحت عدة أشكال والقيام بعمليات الصرف، دفع وتحصيل الشيكات، وكل أنواع الأوراق المالية لحساب زبائنها.

وتشكل هذه البنوك إحدى المتعاملين الرئيسيين في السوق فبإمكانها مبادلة السيولة في إطار خطوط القرض الممنوحة تبادليا وعن طريق أخذ نهائي أو بالأمانة لسندات عامة أو خاصة.... الخ إلى جانب الصفقات ما بين البنوك (المذكورة سابقا)، يمكن للبنوك أن تحصل على السيولة من المؤسسات والهيئات الأخرى من خلال إصدار شهادات الإيداع.

ثانيا - بنوك التنمية أو الاستثمار:

أنشئت غالبية هذه البنوك في بداية الثمانينات من القرن الماضي بهدف ضمان تمويل الاقتصاد تحت شكل منح القروض لأجل متوسط وطويل انطلاقا من أموالها الخاصة وعلى موارد من الاقتراضات الداخلية والخارجية المتوسطة وطويلة الأجل ، وهذه البنوك لا تتلقى الودائع عدا الودائع التي تتجاوز مدتها السنة تحت شكل قروض متوسطة وطويلة الأجل كما تلتزم بإحترام الشروط التي يملها البنك المركزي التونسي.

كما يمكن لهذا النوع من البنوك طلب السيولة في السوق النقدية لدى المؤسسات والهيئات الأخرى عن طريق إصدار شهادات الإيداع.

ثالثا - بنوك الأعمال:

ظهرت هذه البنوك في سنة 1994 وبموجب القانون رقم 94-25 الصادر بتاريخ 07 فيفري 1994 المعدل لقانون المؤرخ في 07 ديسمبر 1967 المتعلق بالمهنية البنكية، تهدف بنوك الأعمال إلى تقديم خدمات الاستشارة والمساعدات في إطار إدارة الذمم المالية. والقيام بعمليات الهندسة المالية وتنمية وإعادة هيكلة المؤسسات .

رابعا - بنوك الأوفشور: Les banques OFF-SHORE

تعمل هذه المؤسسات منذ 1976 حيث تجمع الودائع وتمنح كل المساعدات لغير المقيمين بالعملة الصعبة ولأجل مختلفة ومنذ سنة 1985 أصبحت هذه المؤسسات مفوضة بتجميع الودائع ومنح القروض بالدينار تحت بعض الشروط.

وباعتبارها وسيط معتمد لتنفيذ عمليات الصرف والتجارة الخارجية لفائدة زبائنها المقيمين فإنها تخضع بهذه الصفة إلى نفس الإلزامات التي يخضع لها الوسطاء المعتمدين المقيمين.

الفرع الثالث: الخزينة العمومية:

تمثل الشخصية المالية للدولة وتعني كل مصالح الإدارة المكلفة بتحضير ميزانية الدولة ومسك الحسابات وتحصيل الإيرادات وتسديد النفقات ، المراقبة والوصاية.

وتتمول الخزينة العمومية من ودائع المراسلين (البلديات ، إيرادات المالية العامة، الجامعات....)، ومن الاقتراض الداخلي والاقتراض الخارج المبرم مع بنوك أجنبية أو هيئات دولية أو حكومات وتسبيقات من البنك المركزي.

كما تلجأ الخزينة العمومية إلى السوق النقدية للحصول على تمويل وفق شروط السوق وبوساطة من البنك المركزي التونسي من خلال فتح حساب لفائدة الخزينة التي تصدر سندات تسمى برقاع الخزينة ، وهذه السندات قابلة للتداول في السوق لدى الجمهور مع قيام البنوك بتبليغ البنك المركزي التونسي يوميا بحجم ومعدلات الفائدة المطبقة على هذه الرقاع.

الفرع الرابع: المؤسسات المالية غير البنكية والمؤسسات غير المالية.

أولا - المؤسسات المالية غير البنكية¹:

وتصنف على أساس وظيفة الوساطة المالية:

1- المؤسسات المالية لتجميع الإدخار: وتتمثل في :

- أ- مركز الإدخار البريدي: يعمل على تجميع الإدخار من الأعوان الاقتصاديين تحت شكل ودائع (بالدينار والعملة الصعبة) من الزبائن (دفاتر إدخارية)
- ب- شركات التأمين: وظيفتها الأساسية تحويل المخاطر الفردية إلى مخاطر جماعية، فتجمع لذلك الموارد تحت شكل أقساط نقدية، ويستعمل الإدخار المجمع في شكل توظيفات إجبارية (رقاع الخزينة ، قروض مستندية) وتوظيفات حرة (توظيفات لدى البنوك في السوق النقدية).

ت- هيئات الضمان الإجتماعي: وتتمثل وظيفتها الرئيسية في التغطية الاجتماعية للمنخرطين ولتحقيق ذلك تقوم هذه الهيئات بتجميع الإدخار تحت شكل اقتطاعات إجبارية (تقاعد) واختيارية (تأمين ضد المرض) وتستعمل هذه الإدخارات تحت شكل خدمات اجتماعية، قروض للمنخرطين وتوظيفات في السوق النقدية والمالية.

2- المؤسسات المالية للتمويل: تتشكل من هيئات التمويل بالإيجار ومؤسسات رأس مال المخاطر، إلا أن هذه الأخيرة لا تتدخل في السوق.

أ- هيئات التمويل بالإيجار: تشتري هذه الهيئات سلع التجهيز والمعدات... إلخ من أجل تأجيرها للمؤسسات ويتحقق نشاطها انطلاقا من أموالها الخاصة ومن موارد الاقتراضات.

3- المؤسسات المالية للتوظيف: وتنتم هذه الوظيفة بطريقة خاصة من خلال هيئات إدارة المحافظة المالية وهيئات التوظيف الجماعي ومؤسسات الاستثمار برأسمال ثابت .

¹ - Hella MEHRI-GUERCHI et des autres, économie monétaire, centre de publication universitaire ,TUNISIE ,2004 ,pp66-69.

أ- هيئات إدارة المحافظ المالية: وظيفتها الأساسية هي توظيف الأموال ومتابعة المحافظ المالية للمستثمرين حيث تتدخل هذه الهيئات في السوق لحساب زبائنها وأيضاً لحسابها الخاص تحت بعض الشروط.

ب- هيئات التوظيف الجماعي: وتتمثل في هيئات التوظيف الجماعي للقيم وفي الصناديق المشتركة للمستحقات.

ب1- هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: وتتشكل من هيئات الاستثمار برأس مال متغير والصناديق المشتركة للتوظيف.

. هيئات الاستثمار برأس مال متغير: وتهدف هذه الهيئات إلى اقتناء وإدارة محفظة من القيم المنقولة لحسابها الخاص ومن أموالها الخاص وتقيم رأس مالها بشكل يومي ويقسم إلى حصص تسمى بـ " حصص التصفية " ، وهذه الحصص لا يتم تداولها في السوق لكن يتم الاكتتاب فيها مباشرة من الأعوان الاقتصاديين.

. الصناديق المشتركة للتوظيف: وتتشكل هذه الصناديق بمبادرة مشتركة من مسير (بنك، وسيط بالبورصة أو مؤسسة للتسيير)، يعمل على إدارة الأعمال لحساب صاحب الحصص ومن المودع عنده للأموال (بنك أو شخصية معنوية معتمدة من وزارة المالية) الذي يضمن حفظ أصول الصناديق المشتركة والتأكد من مطابقة القرارات المتخذة من مسؤولي الصناديق أو الميسيرين للقوانين.

ب2- الصناديق المشتركة للمستحقات: تهدف إلى اقتناء الديون السليمة من البنوك أو من هيئات أخرى منصوص عليها في القانون قصد إصدار حصص تمثل هذه الديون في السوق والتي تكون في شكل قيم منقولة والهدف من ذلك تحسين عملية التوريق التي تستند إلى جعل الأوراق قابلة للتداول في السوق

ت- مؤسسات الاستثمار رأس مال ثابت: تسعى إلى تسيير محفظة من القيم القابلة للتداول لحسابها الخاص وباستعمال أموالها الخاصة ، وتتشأ أساساً من شركة قابضة أو من مؤسسة الأم من مجموعة مؤسسات لإدارة محفظة أوراقها المالية.

ثانياً - المؤسسات غير المالية:

يمكن للمؤسسات (غير مؤسسات القرض) أن تحصل على السيولة من السوق النقدية مقابل إصدار أوراق الخزينة وهذه المؤسسات لا بد أن تستجيب لإحدى الشروط المذكورة سابقاً (الفصل 5 من المنشور عدد 9 ، المؤرخ في 2005/07/14 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية).

الفرع الخامس: مؤسسات القرض:

لقد تم إلغاء القانون البنكي لسنة 1965 في سنة 2001 وإصدار القانون رقم 65-2001 المؤرخ في 2001/7/10 وذلك لتأسيس مفهوم مؤسسات القرض، ووفق هذا القانون تكون مؤسسات القرض تحت شكل البنوك أو المؤسسات المالية. وتعتبر مؤسسة قرض كل شخص معنوي يحترف اعتياديا العمليات المصرفية وتشمل هذه العمليات:¹

- قبول الودائع من البنوك كيفما كانت مدتها وشكلها.
 - منح القروض بجميع أشكالها.
 - القيام كوسيط بعمليات الصرف.
 - وضع وسائل الدفع على ذمة الزبائن وإداراتها.
- كذلك تقوم مؤسسات القرض بالعمليات المرتبطة بنشاطها مثل الاستثمارات والمساعدات في التصرف في الممتلكات وفي التصرف المالي والهندسة المالية، وبصفة عامة كل الخدمات التي تهدف إلى تسهيل بعث المؤسسات وتطويرها وإعادة هيكلتها ، كما يمكن لمؤسسات القرض المساهمة في رأس مال منشآت قائمة أو مزعم بعثها.

المطلب الثالث: تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية:

من المفيد التذكير أن درجة السيولة البنكية (فائض أو نقص النقود المركزية) يتوقف على عدد من العوامل تسمى بعوامل السيولة البنكية.

- النقود في التداول : يتقلب مبلغ هذه النقود بشكل موسمي تبعا لعادات الدفع من الجمهور فعندما تكون السحوبات أكبر من الإيداعات ، فإن السيولة البنكية تتراجع ، الأمر الذي يدفع بالبنك إلى طلب السيولة من مؤسسة الإصدار ، والعكس الصحيح.
- العمليات مع الخزينة العمومية: فتحصيل الإيرادات وتسديد مبلغ إصدارات قيم الخزينة من البنوك لفائدة الخزينة، الأمر الذي يعني زيادة في حساب الخزينة لدى البنك المركزي، وفي نفس الوقت تراجع في حجم السيولة البنكية ، أما في حالة تسوية النفقات وتسديد الدين العام فإن حساب الخزينة ينخفض ويرتفع حجم السيولة لدى البنوك .
- العمليات بالعملة الصعبة : كل زيادة (أو نقصان) في الأصول الخارجية الصافية للعملة الصعبة للبنوك يمارس توسع أو تراجع في حجم السيولة البنكية.
- الاحتياطات الإجبارية : تتحرك السيولة البنكية بشكل معاكس مع مبلغ الاحتياطات الإجبارية

وبالتالي السيولة البنكية هي المجموع الجبري لمبلغ العوامل المذكورة أعلاه.

¹ - القانون رقم 65-2001 المؤرخ في 2001/7/10 والمتعلق بمؤسسات القرض ، المادة 2.

وهنا أمامنا حالتين للسيولة البنكية إما:

- سيولة بنكية في وضع إيجابي : أي أن السوق النقدية في حالة العارض Offreur للنقد المركزية وهذا يعني أن السوق " خارج البنك " ، فكل طلب على السيولة من أي مشارك في السوق لسد عجز في خزينته سيتم من خلال مشاركين أصحاب فائض ، ومن ثمة لا يتدخل البنك المركزي لتوفير السيولة.
 - أو سيولة بنكية في وضعية سلبية : وهنا تكون السوق في حالة طلب للنقد المركزية، فعروض البنوك والمشاركين أصحاب الفائض لا تكفي في هذه الحالة لتغطية طلبات المشاركين أصحاب العجز ، وهكذا يأتي دور البنك المركزي ليسمح بتوازن السوق وذلك من خلال تقديم مساعدات نقدية ، وتسمى السوق في هذه الحالة بـ " داخل البنك".
- وفي كلتا الحالتين ، البنك المركزي مسؤول عن توازن السوق النقدية ، حيث يتدخل لتنظيم السيولة البنكية في السوق بما يتماشى مع أهداف السياسة النقدية من أجل تفادي تباطؤ سير الاقتصاد والتحكم في التضخم النقدي.
- ويتدخل البنك المركزي التونسي في السوق النقدية قصد:¹
- توفير السيولة عن طريق طلب العروض في شكل شراء مع التعهد بإعادة البيع أو شراء نهائي للسندات العمومية القابلة للتداول وكذلك لكل دين أو قيمة على المؤسسات والخواص.
 - امتصاص السيولة في شكل مناقصة بدون سندات أو بيع مع التعهد بإعادة الشراء أو بيع نهائي ، عن طريق طلب عروض للسندات العمومية القابلة للتداول والديون أو القيم على المؤسسات والخواص.
 - حقن السيولة، بطلب من البنوك في شكل شراء مع التعهد بإعادة البيع لمدة تتراوح بين يوم واحد وسبعة أيام للسندات العمومية القابلة للتداول والديون أو القيم على المؤسسات والخواص، وتكون نسبة الفائدة المطبقة تساوي نسبة الفائدة لآخر طلب عروض يضاف إليها هامش يتم إعلام البنوك به مسبقا.
 - القيام في كل وقت بعمليات ظرفية في شكل إما حقن للسيولة عن طريق شراء مع التعهد بإعادة البيع للسندات العمومية القابلة للتداول والديون أو القيم على المؤسسات والخواص، أو امتصاص للسيولة بدون سندات أو عن طريق بيع مع التعهد بإعادة الشراء للسندات والديون أو القيم المذكورة، وتتجز هذه العمليات حسب الشروط المعمول بها في السوق .
- والتالي تتمثل أدوات البنك المركزي التونسي لتنظيم السيولة البنكية في السوق النقدية في:

¹ - منشور رقم 09-2005، مرجع سابق، المادة 09.

أولاً- منح القروض عن طريق نداء العروض:

يضبط البنك المركزي التونسي دورياً حجم النقد المركزي الذي يمكن توفيره في السوق النقدية حسب تطور سيولة البنوك.

وتكون هذه الأداة بشكل أسبوعي (لمدة 07 أيام) لتغذية السوق النقدية بالنقد المركزي إلى غاية أن تتوازن هذه السوق.

وقد استعملت هذه الأداة بشكل واسع من قبل البنك المركزي التونسي في فترات سابقة وذلك لعدم كفاية عروض البنوك أصحاب الفائض من النقد المركزي في السوق النقدية.

ولهذا الغرض يعلم البنك المركزي التونسي البنوك (سواء بنوك الإيداع أو الاستثمار) بإعتماده توفير السيولة بالسوق النقدية وبخصائص طلب العروض، بشراء مع التعهد بإعادة البيع للسندات العمومية القابلة للتداول ، للديون أو القيم على المؤسسات والخواص مبينا خاصة:

. تاريخ القيمة للشراء مع التعهد بإعادة البيع ومدته

. التاريخ والساعة اللذان ينبغي أن تصل فيهما عروض البنوك

. طبيعة وخصائص السندات العمومية

. آجال الديون أو القيم على المؤسسات والخواص التي يمكن اعتمادها لاكتتاب السندات

الإجمالية للتعبة المنصوص عليها بالفصلين 14 و 15 من المنشور.

فالفصل أو المادة 14 من المنشور رقم 09-2005 المؤرخ في 14 جويلية 2005، والمتعلق بتنظيم السوق النقدية تنص: تفضي مطالب إعادة التمويل في السوق النقدية إلى تسليم سندات إجمالية للتعبة تكتبها البنوك لأمر البنك المركزي التونسي بمبلغ يساوي على الأقل مبلغ المطلب.

أما المادة 15 من المنشور المذكور أعلاه فإنها تنص على أنه: ينبغي أن يتضمن السند الإجمالي للتعبة توقيع بنك ثان بالنسبة للقروض التي لا تنتفع بضمان الدولة.

إن متبقيات أصل القروض هي الوحيدة التي يمكن اعتمادها لإكتتاب السندات الإجمالية للتعبة.

ويجب أن يكون السند الإجمالي للتعبة مدعماً بكشف ، ويجب أن يكون الكشف مطابقاً للنماذج المبينة بالملاحق¹، حسب نوع القرض.

كما ينبغي أن يبين أمر البنك بالبيع مع التعهد بإعادة الشراء للسندات العمومية وللديون أو القيم على المؤسسات والخواص ، المبالغ ونسب الفائدة الموافقة لها والتي يقترحها لتجسيم هذه العملية مرتبة حسب تدرج تنازلي لنسب الفائدة وحسب كل قسط بـ 1/100 نقطة من النسبة المئوية. ويبلغ العدد الأقصى للعروض المضمنة بأمر البنك عشرة

¹ أنظر الملحق رقم 17

وبعد فرز عروض البنوك، يستجيب البنك المركزي التونسي في حدود حجم السيولة المزمع توفيرها، لكامل المطالب التي تقدمت بها البنوك أو لنسب مئوية معينة منها وذلك حسب أحد الإجراءات المذكورة سابقا:

- طريقة النسب المتعددة: يستجيب البنك المركزي التونسي لطلبات البنوك مبتدئا بالعروض المقدمة بأعلى نسبة فائدة.
 - طريقة النسبة الوحيدة: يستجيب البنك المركزي التونسي بنسبة وحيدة لكامل المطالب التي تقدمت بها البنوك أو لنسبة مئوية موحدة منها وذلك بنسبة فائدة تساوي على الأقل النسبة التي أقرها معهد الإصدار.
 - الطريقة المختلطة: يستجيب البنك المركزي التونسي لطلبات البنوك جزئيا حسب طريقة النسب المتعددة وجزئيا حسب طريقة النسبة الموحدة.
- ثانيا- عمليات الأخذ كأمانة:**

وتكون بمبادرة البنوك التي تطلب من البنك المركزي التونسي ما تحتاجه من النقد المركزي، مقابل بيعها لسندات عمومية قابلة للتداول والديون أو القيم على المؤسسات والخواص ، مع التعهد بإعادة الشراء لمدة تتراوح بين يوم واحد و سبعة أيام، أي يمكن للبنوك أن تلجأ مباشرة إلى إعادة تمويل البنك المركزي التونسي في شكل بيع مع التعهد بإعادة الشراء، خاصة وأن القروض الممنوحة من طرف البنك المركزي التونسي في إطار تدخلاته في السوق تتم مقابل استلام سند إجمالي للتعبئة. وفي الحقيقة تأتي أهمية هذه الأداة (الأخذ كأمانة) في تغطية الجزء المتبقي من الحاجة إلى النقد المركزي والذي لم يتم إشباعه من خلال منح القروض عن طريق نداء العروض (الأداة السابقة)، الأمر الذي دفع بالبنوك إلى إعادة التمويل لدى البنك المركزي التونسي من خلال أداة أخذ بالأمانة من يوم واحد إلى سبعة أيام. وتكون نسبة الفائدة المطبقة نفس نسبة الفائدة لآخر طلب عروض*، يضاف إليها هامش يتم إعلام البنوك به¹.

كما يشكل معدل هذه الأداة المعدل الأعلى ضمن فرشة معدلات تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية، فضلا عن أنه معدل موجه ومكلف لإعادة تمويل البنوك بسبب ارتفاعه، الأمر الذي يساعد البنوك على إدارة خزينتها البنكية وفرصة لتحسين سيولتها.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الأداة قد أصبحت أكثر نشاطا بصدر المنشور رقم 18-2001 المؤرخ في 28 ديسمبر 2001 المتعلق بتنظيم السوق النقدية ، حيث أسهم البنك المركزي التونسي في تدعيم سير خزانة البنوك، في إطار التنبؤ وتقييم احتياجات السوق النقدية، وذلك بمنح حرية للبنوك في

*: المعدل المطبق على آخر عملية منح للقروض من البنك المركزي التونسي من خلال نداءات العروض لفائدة البنوك في السوق النقدية.

¹-منشور رقم 18-2001 المؤرخ في 28 ديسمبر 2001، المتعلق بتنظيم السوق النقدية ، المادة 15

اختيار مدة عمليات الأمانة بما يتوافق مع احتياجاتهم، ضمن مجال من يوم واحد إلى سبعة أيام (بعد أن كانت تقتصر على 07 أيام)، وهذا ابتداء من 02 جانفي 2002.

ثالثا- العمليات الظرفية (عمليات التعديل النهائي للسيولة البنكية):

يمكن للبنك المركزي التونسي القيام في كل وقت بعمليات ظرفية إما:

- بضخ السيولة عن طريق شراء مع التعهد بإعادة البيع للسندات العمومية القابلة للتداول والديون أو القيم على المؤسسات والخواص.

- أو بإسترجاع السيولة بدون سندات (على بياض) أو عن طريق بيع مع التعهد بإعادة الشراء للسندات والديون أو القيم المذكورة.

وتهدف هذه العمليات إلى تعديل تقلبات معدل العمليات ليوم واحد في السوق النقدية، عندما هذا الأخير لا يتطابق مع أهداف السياسة النقدية، وبأكثر تفصيلا، إذا معدل الفائدة ليوم واحد في السوق النقدية أصبح يتقلب خارج فرشة المعدلات الموجهة، فإن البنك المركزي التونسي يمكن أن يتدخل في السوق من خلال عمليات التعديل النهائي للسيولة (العمليات الظرفية ليوم واحد)، وذلك بهدف تخفيف تقلبات معدل السوق ليوم واحد¹.

وهكذا تشكل هذه الأداة إمكانية للبنك المركزي التونسي للتدخل في السوق النقدية من خلال عمليات دقيقة لـ 24 ساعة، لامتنصاص أو ضخ السيولة، بهدف تجنب انحراف معدل السوق عن فرشة معدلات السلطة النقدية المطبقة في السوق النقدية. وتنفذ هذه الأداة بمعدل فائدة يكون ضمن فرشة محدودة بمعدل نداء العروض (كأدنى معدل) ومعدل الأمانة (كأقصى معدل) لـ 07 أيام.

رابعا- امتصاص السيولة وفق نظام المناقصة:

ظهرت بموجب القانون رقم 89-14 لتمنح للبنك المركزي التونسي إمكانية استرجاع السيولة من السوق النقدية عند الضرورة في شكل مناقصة².

أي يمكن للبنك المركزي التونسي، إذا استوجب تطور السيولة البنكية ذلك، أن يقوم بامتصاص السيولة الزائدة.

ولهذا الغرض، يعلم البنوك عن نيته في امتصاص السيولة مبينا شكل وخصائص تدخله، وخاصة:

. تاريخ القيمة للعملية

. مدة الإقتراض

. أصناف وخصائص السندات المزمع بيعها أو بيعها مع التعهد بإعادة شرائها

. التاريخ والساعة اللذان ينبغي أن تصل فيهما العروض البنكية

إلا أنه أماننا حالتين:

¹ - Circulaire n° 87-49, opcit, article 12.

² - Circulaire n° 89-14, opcit, article 14.

الحالة الأولى: بالنسبة للمناقصات بدون سندات والبيع مع التعهد بإعادة الشراء للسندات والديون أو القيم على المؤسسات والخواص:

فإنه ينبغي على البنوك المعنية أن تبين المبالغ ونسب الفائدة التي تقترحها للإقراض، مرتبة حسب تدرج تصاعدي وحسب كل قسط بـ $1/100$ نقطة من النسبة المئوية، ويبلغ العدد الأقصى للعروض المضمنة بأمر البنك عشرة.

وبعد فرز عروض البنوك، يقرر البنك المركزي التونسي الإقراض في حدود المبلغ المقصود أو المقرر امتصاصه، مبتدئاً بنسب الفائدة الأقل ارتفاعاً.

ثم يعلم بعد ذلك البنوك بالمبلغ الذي وقع امتصاصه وبمعدل نسبة الفائدة المرجحة للمناقصة.

الحالة الثانية: بالنسبة لبيع السندات العمومية القابلة للتداول والديون أو القيم على المؤسسات والخواص التي تم اقتناؤها، فإنه ينبغي أن تظهر عروض البنوك:

. عدد السندات بالنسبة لكل سعر ونسبة المردودية الموافقة له
. رمز السند

. الأسعار المقترحة بالنسبة لكل دين أو قيمة على المؤسسات والخواص

ثم يقوم البنك المركزي التونسي بفرز عروض البنوك، حيث يستجيب في حدود حجم السيولة المزمع امتصاصها، لكامل العروض التي تقدمت بها البنوك أو لنسبة مئوية معينة منها مبتدئاً بالأسعار الأكثر ارتفاعاً.

أما بالنسبة لعمليات الشراء أو البيع النهائي للسندات العمومية القابلة للتداول، للديون أو القيم على المؤسسات والخواص:

ففي حالة الشراء يعلم البنك المركزي التونسي البنوك باعتزامه ضخ السيولة بالسوق النقدية وبخصائص طلب العروض مبينا خاصة:

. تاريخ القيمة للشراء

. التاريخ والساعة اللذان ينبغي أن تصل فيهما عروض البنوك

. طبيعة وخصائص السندات والديون أو القيم المزمع شراؤها

ويجب أن تتضمن عروض البنوك:

. عدد السندات بالنسبة لكل سعر ونسبة المردودية الموافقة له

. رمز السند

. أسعار التقويت المقترحة لكل دين أو قيمة على المؤسسات والخواص .

وبعد فرز عروض البنوك من قبل البنك المركزي التونسي، يستجيب هذا الأخير في حدود حجم السيولة المزمع توفيرها، لكامل المطالب التي تقدمت بها البنوك أو لنسب مئوية معينة منها مبتدئاً بالأسعار الأقل ارتفاعاً.

ومثال على هذه العمليات نجد عمليات السوق المفتوحة التي تستند إلى شراء أو بيع أذون الخزينة القابلة للتداول في السوق الثانوية، وهذا النوع من التدخلات من شأنها أن يمارس تأثيرا على السيولة البنكية، ف شراء مثل هذه الأوراق سيقترج بتسديد نقد مركزي الذي يغذي حسابات البنوك ومن ثمة زيادة السيولة البنكية في السوق النقدية، والعكس في حالة بيع تلك الأوراق والذي يؤدي إلى استرجاع النقد المركزي من السوق ، ومن ثمة نقص في حجم السيولة البنكية. وما زاد من دور ومرونة هذه العمليات في تنظيم السيولة البنكية في السوق النقدية التونسية، وجود وتنوع الأدوات المالية، (شهادات الإيداع، أوراق الخزينة، رقاق الخزينة بأنواعها...)، حيث مكنت البنك المركزي التونسي من ضبط حجم السيولة في السوق بشراء أو بيع الأوراق المالية بأحجام مختلفة وفي آجال متنوعة.

خامسا- عمليات إعادة التمويل لدى البنك المركزي التونسي:

لا يمكن أن تتم إعادة التمويل من طرف البنك المركزي التونسي، إلا بعد توفير الاعتماد بالحساب الجاري للمستفيد أو بحساب للشيكات. ويقبل البنك المركزي التونسي مقابل عمليات إعادة تمويل البنوك في السوق النقدية ، السندات العمومية القابلة للتداول والديون أو القيم على المؤسسات والخواص. كما أن السندات الممثلة للقروض التي تمنحها البنوك طبقا للقواعد المحددة بالعنوان الثاني من المنشور رقم 47 لسنة 1987 المؤرخ في 23 ديسمبر 1987 المتعلق بكيفيات منح و مراقبة وإعادة تمويل القروض¹، يمكن قبولها من طرف البنك المركزي التونسي مقابل تدخله في السوق النقدية ، باستثناء السندات المشار إليها بالمادتين 14 و 14 مكرر². وتحيط البنوك البنك المركزي التونسي علما بالدفعات السابقة لأوانها أو بتدهور الملاءة المالية للمستفيدين بالقروض المعاد تمويلها. ويمكن للبنك المركزي التونسي أن يشترط لإعادة تمويله للبنوك:

* إنشاء ضمانات إضافية لفائدته

* القيام بنقل الديون الممثلة للسندات الإجمالية للتعبئة المقبولة في إعادة التمويل لفائدته

كما أن إعادة التمويل المتحصل عليها من طرف البنوك لدى البنك المركزي التونسي والتي:

* لا تقابلها قروض ممنوحة طبقا للقواعد المضبوطة في العنوان الثاني من المنشور عدد 47

لسنة 1987 المؤرخ في 23 ديسمبر 1987.

* أو التي تتعلق بقروض لم تصل ملفاتها في الآجال المنصوص عليها بالمادة 36 من المذكور

أعلاه (منشور عدد 47 لسنة 1987 المؤرخ في 23 ديسمبر 1987).

¹ - أنظر الملحق رقم (18)

² - منشور رقم 09-2005، مرجع سابق، المادة 13.

* أو غير المطابقة لأحكام المادة 13 من المنشور رقم 09-2005 المؤرخ في 14/07/2005 فإنها تعتبر (إعادة التمويل هذه) كتسبقة بالحساب الجاري ويتم احتسابها بنسبة تدخل البنك المركزي التونسي في السوق النقدية يضاف إليها نقطتين ونصف مئوية وذلك مع مراعاة العقوبات الأخرى¹.

المبحث الثالث: قيم الخزينة العمومية والسوق النقدية التونسية

إن توازن الخزينة العمومية يعد مسؤولية يومية لمديرية الخزينة ، وهذا يكون ضمن أوليات الدولة، ولذلك حرصت الدولة التونسية ومنذ استقلالها على توفير المصادر الأساسية لتمويل عجز موازنتها وذلك من خلال الاقتراض الخارجي والداخلي.

المطلب الأول: تمويل عجز الموازنة

الفرع الأول: الاقتراض من الخارج

في الحقيقة أن الاقتراضات المبرمة مع الأجانب للحصول على تمويل خارجي لمواجهة العجز الموازني ، من شأنها أن تساهم في زيادة الإحتياجات الرسمية للصرف والكتلة النقدية وهذه الطريقة من التمويل من خلال اللجوء إلى الأسواق الخارجية تبدو غير ممكن تجنبها خاصة في الدول السائرة في طريق النمو، باعتبار أن أسواقها الداخلية لرؤوس الأموال تعرف نقص في مستوى الإدخار المحلي، وهذا النقص في الإدخار هو نتيجة لقلّة عرض السندات العامة لجذب الأموال وإلى ضعف المداخل. وأيضاً هذا اللجوء إلى الاقتراض الأجنبي يفسر بالحاجة إلى تمويل جزء من النفقات من أجل الحصول على تجهيزات مستوردة. والجدول الموالي يبين تطور مبلغ الاقتراضات الخارجية في تونس لتمويل عجز الموازنة :

جدول رقم (50): تطور مبلغ الاقتراضات الخارجية في تونس لتمويل عجز الموازنة

الوحدة: 1000 دينار تونسي

السنوات	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
عجز الميزانية (1)	141.7	194.8	212.4	260.8	338	461	456	393.5	453
الإقتراضات الخارجية (2)	30.9	40.6	61.5	82.9	130.7	207.3	210	157	338
(2)/(1) (%)	21	26.3	28.9	31.7	38.6	45.0	40	39.8	52.5

Source : Banque Centrale de Tunisie.

¹ - المرجع السابق، المادة 17.

ويظهر الجدول الأهمية المتزايدة لحصة التمويل الخارجي في عجز الموازنة من سنة إلى أخرى ويمكن تفسير ذلك من خلال :

- الزيادة المستمرة في الحاجة إلى سلع التجهيز المستوردة لضمان عملية التنمية الاقتصادية للدولة.

تراجع أسعار البترول قد أدى إلى انخفاض الأصول الخارجية للدولة .

- تفاقم عجز الموازنة من سنة إلى أخرى.

- رغبة السلطات العمومية في تسديد التزاماتها تجاه الخارج بدفع خدمة الدين.

الفرع الثاني: الإقتراض الداخلي:

في الواقع إذا كانت الاقتراضات الخارجية أكثر عشوائية فإن الاقتراض الداخلي يمثل مصدر تمويلي أكثر تحكما من قبل السلطات المحلية.

وتتخذ هذه الصيغة من التمويل الشكليين التاليين:

- اللجوء إلى القطاع المجرى: ويتمثل هذا القطاع المجرى في النظام النقدي من البنك المركزي التونسي وبنوك الإيداع ومثل هذا القطاع ملزم بتخصيص جزء من متاحاته النقدية لتمويل عجز الموازنة.

- اللجوء إلى القطاع غير المجرى: ومن بين عناصر هذا القطاع نجد صناديق الضمان الاجتماعي صناديق الإدخار والأفراد، كما تعتبر طريقة تمويل من خلال الإدخار ومن ثمة تشكل مصدر بدون إنشاء نقدي.

من هنا يتعين تحليل سياسة الخزينة العمومية التونسية في تمويل احتياجاتها.

أولاً- لجوء الخزينة العمومية إلى طرح سندات التجهيز والخلق النقدي:

لقد كانت الخزينة العمومية تلجأ إلى تسيقات البنك المركزي التونسي عند سقف 5% من إجمالي الإيرادات العادية للدولة ، ويعتبر هذا المصدر التمويلي مصدر مباشر للإنشاء النقدي ، كما أن هذا المصدر مخصص أو موجه لتغطية الإحتياجات المستعجلة للخزينة .

إلا أن هذا اللجوء إلى البنك المركزي تراجع ابتداء من سنوات السبعينيات، في حين زاد اقتراض الدولة من بنوك الإيداع.

وهذا المصدر من التمويل ليس نتيجة لرغبة البنوك ، لكن بفضل تنظيم قانوني خاص ، فبموجب المنشور رقم 75-28 المؤرخ في 11 أفريل 1975 والذي يجبر بنوك الإيداع على تحقيق نسبة إجمالية من تمويل التنمية ، وهذه النسبة في حدود 43% والتي تلتزم بها البنوك تحت شكل سندات عامة وخاصة من مجموع الودائع تحت النظر ولأجل والحسابات الإدخارية.

وما يهمنا في هذه الحالة السندات العامة والجدول الموالي يبين تطور الاكتتاب في سندات التجهيز من طرف بنوك الإيداع.

جدول رقم (51): تطور حجم الاكتتاب في سندات التجهيز من قبل بنوك الإيداع

السنوات	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
الاكتتاب الجديد	54.769	68.696	74.865	96.019	117.894	159.064	152.132	147.017	118.00
التراجعات	22.820	27.743	34.053	40.133	47.752	58.888	74.088	86.284	97.284
المبالغ	201.647	242.6	283.412	339.292	409.439	509.616	587.659	648.393	669.109

Source : Ministère des finances (direction de trésore)

يظهر الجدول زيادة مستمرة في مستوى الاكتتاب في سندات التجهيز من طرف بنوك الإيداع، إلا أنه ابتداء من سنة 1986 بدأ حجم الاكتتاب في هذا النوع من السندات يتراجع. ويترجم هذا التراجع إرادة السلطات العمومية (الخزينة) في التحكم أكثر في مستوى عجز الموازنة وتجنب التأثير التضخمي.

فقد أشارت إحدى الدراسات أن 31% من معدل التضخم تفسر بمعالجة العجز الموازني، فمثل هذه السندات العامة والمكتتب فيها من قبل البنوك في إطار النسبة الإلزامية من تلك السندات فإنها قابلة لإعادة التمويل من قبل البنك المركزي التونسي، ومن ثمة يظهر الأثر التضخمي بشكل أكبر.

كما أن هذه النسبة (نسبة السندات العامة المكتتب فيها) من شأنها تقليص حجم السيولة البنكية رغم إمكانية إعادة التمويل لدى مؤسسة الإصدار، إضافة إلى ذلك أن معدل العائد على تلك السندات لقلته وعدم احتكامه إلى قوى السوق. فمنذ سنة 1975 ، وهو تاريخ فرض نسبة سندات التجهيز على بنوك الودائع وإلى غاية 1986 لم يتغير معدل العائد على هذه السندات 5.5% للسنة.

ثانيا- تمويل عجز الموازنة بالإدخار:

يبين الجدول الموالي مساهمة بعض الهيئات المالية كصناديق الضمان الاجتماعي إلى جانب الأفراد في تمويل عجز الموازنة من خلال الاكتتاب في سندات التجهيز.

جدول رقم (52): تمويل عجز الموازنة بالإدخار (مساهمة بعض الجهات)

السنة المسمى	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
البنوك	44.5	49.5	53.9	56.6	62.8	61.7	62.1
الهيئات	55	49.5	44.4	41.8	35.8	37.8	37.1
المساهمة	0.5	1	1.7	1.4	1.4	0.5	0.8
الإجمالي	100	100	100	100	100	100	100

Source : Ministère des finances (direction du trésore)

من خلال الجدول يمكن القول أن:

أن الهيئات المالية كصناديق الضمان الاجتماعي وشركات التأمين قد شاركت من خلال فوائضها المالية بمتوسط قدره 43% من إجمالي الاكتتاب في سندات التجهيز ، أما الاكتتابات التي تمت من خلال الأفراد فقد كانت ضعيفة جدا بالمقارنة مع إجمالي الاكتتاب في تلك السندات.

وهكذا فإن الطريقة التي اتبعت من قبل الخزينة العمومية قد أظهرت ضعفا، خاصة من خلال:

- نسبة السندات العامة المكتتب فيها ، فقد شكلت قيد كبير للبنوك مع زيادة استدانته لدى البنك المركزي التونسي.
- ضعف العائد على السندات العامة (سندات التجهيز)، للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى.
- مساهمة الأفراد في سندات التجهيز كانت هامشية بشكل كبير.
- تقليص إمكانية منح القروض للإقتصاد من قبل البنوك بسبب ارتفاع نسبة الاكتتاب في تلك السندات.
- زيادة الضغوط التضخمية.

وابتداء من سبتمبر 1989 قررت الدولة التحكم في عجز موازنتها بطريقة أكثر فعالية وتقليص لجوئها إلى التمويل البنكي، وذلك من خلال إصدار أدوات مالية جديدة تتمثل في رقاع الخزينة القابلة للتداول في السوق النقدية بمعدلات تنافسية.

المطلب الثاني: علاقة الخزينة العمومية بالسوق النقدية

هناك علاقة وطيدة بين الخزينة العمومية والسوق النقدية، فمن جهة الخزينة العمومية بحاجة إلى السوق النقدية باعتبارها مقترض أساسي في هذه السوق، وذلك لإدارة دينها العام، ومن جهة أخرى السوق النقدية بحاجة إلى سير حسن خاصة من خلال وجود أدوات مالية متنوعة وقابلة للتسييل كالسندات التي تصدرها الخزينة العمومية.

الفرع الأول: سوق رقاع الخزينة:

تشكل رقاع الخزينة أداة رئيسية لتمويل الدين المحلي للدولة، وهذه السندات القابلة للتداول في السوق النقدية لدى كل البنك المتدخلة في هذه السوق يتم إصدارها من قبل الدولة، وتمثل إقتراضات في إطار التوازن الموزني للدولة¹.

أولا- خصائص رقاع الخزينة:

توجد في الوقت الحالي ثلاثة أنواع من رقاع الخزينة ومثلما ذكرنا سابقا تحمل هذه السندات قيمة إسمية تقدر بـ 1000 دينار، وتكون قابلة للتسديد مرة واحدة أي في تاريخ الاستحقاق :

1-رقاع الخزينة قصيرة الأجل : والتي تصدر لآجال 13-26-52 أسبوع في إطار

المناقصات الأسبوعية وفق الطريقة الهولندية حيث تقبل العروض حسب المعدلات كما

¹ - مديرية الخزينة العمومية، الإدارة العامة للتصرف في الدين والتعاون المالي ، تونس.

أن معدلات الفائدة تدفع مسبقا حيث يدفع المكنتب القيمة الإسمية مطروح منها مبلغ الفوائد ، ويتحصل على أصل رأس المال في تاريخ الاستحقاق.

2- رقااع الخزينة المماثلة وتصدر لأجال تمتد من سنتين فما فوق (بين سنتين إلى 15 سنة)، وتصدر في إطار المناقصات الشهرية وفق الطريقة الهولندية حيث تنفذ العروض على أساس السعر (نسبة من القيمة الإسمية).

وتحسب معدلات الفائدة على هذا النوع من السندات على أساس المعدل الإسمي المخصص لكل خط إصدار تبعا لأجال استحقاق هذه السندات ، ولمعدلات الفائدة في السوق النقدية و لمنحى المعدلات المسطر ابتداء من تاريخ الإصدارات السابقة.

وفي كل عملية إصدار يدفع المكنتب إضافة إلى المبلغ الإسمي مبلغ القسيمة الجاري، ابتداء من تاريخ الإنتفاع (تاريخ ميلاد القسيمة أو تاريخ آخر دفع)، وفي السنة الموالية يقبض المكنتب إجمالي القسيمة من الفائدة السنوية ، ويتم تسديد أصل رأس المال في تاريخ الاستحقاق.

وتجدر الإشارة إلى أن التماثل في هذه السندات يستند إلى إصدار جديد يرتبط أو يتعلق بإصدار سابق لرقااع الخزينة من نفس النوع (13، 26، 52 أسبوع)).

3- رقااع الخزينة ذات قضااصة صفر: عبارة عن سندات مماثلة لكن بدون قسائم سنوية ، وهذه السندات الطويلة الأجل تحمل خطي إصدار مفتوحين لأجال تصل إلى عشرة سنوات.

ويلخص الجدول الموالي تعريف وخصايات رقااع الخزينة

جدول رقم (53): تعريف وخصائص رفاع الخزينة

الخصائص	رفاع الخزينة القابلة للتنظير	رفاع الخزينة ذات قصاصة صفر	رفاع الخزينة قصيرة المدى
القيمة الإسمية	1000 دينار	1000 دينار	1000 دينار
المدة	تساوي أو تفوق السنتين	تساوي أو تفوق السنتين	13 ، 26 ، 52 أسبوع
الإصدار	عن طريق مناقصات شهرية أو نصف شهرية	عن طريق مناقصات شهرية أو نصف شهرية	52 عن طريق مناقصات أسبوعية أو نصف شهرية
الفوائد	على أساس نسبة الفائدة الإسمية وتدفع سنويا بحلول الأجل وتحتسب على اساس عدد الأيام الحقيقي من سنة تعد 365.	لا يتم دفع أي فوائد بعنوانها قبل الأجل ويتم تحديد سعرها بنسبة مئوية من قيمتها الإسمية كالتالي: $س = \frac{100}{(1+n)^t}$ س: سعر الرقعة الواحدة ن: نسبة فائدة الرفاع م: المدة المتبقية قبل الأجل.	على أساس نسبة الفائدة المحددة بالمناقصة ، وتدفع الفوائد عند الاكتتاب وتحتسب على أساس عدد الأيام الحقيقي من سنة تعد 360 يوما. ويتم الدفع على اساس كل نسبة فائض مقترحة محتسبة في نهاية المدة ومقبولة مع تطبيق المعادلة التالية: $م.ص = 1 + (ن.ف.360/ع.أ.)$ / م.م م.ص: المبلغ الصافي الذي سيتم دفعه م.م: المبلغ المكتتب ن.ف: نسبة الفائض محتسبة في نهاية المدة ع.أ: عدد الأيام
تسديد الأصل تداول الرفاع بالبورصة الإعلان عن المناقصات	دفعة واحدة بحلول الأجل. يمكن تداولها ببورصة الأوراق المالية. آخر ثلاثاء وثاني ثلاثاء من كل شهر	دفعة واحدة بحلول الأجل. يمكن تداولها ببورصة الأوراق المالية. آخر ثلاثاء وثاني ثلاثاء من كل شهر.	دفعة واحدة بحلول الأجل. لايمكن تداولها ببورصة الأوراق المالية. كل يوم ثلاثاء.
إيداع العروض	أول ثلاثاء وثالث ثلاثاء من كل شهر قبل الساعة الحادية عشرة في نظام الحصتين والعاشرة في	أول ثلاثاء من كل شهر قبل الساعة الحادية عشرة في نظام الحصتين	يوم الخميس الموالي للإعلان عن المناقصة قبل الساعة الحادية عشرة في نظام

نظام الحصة الواحدة.	والعاشرة في نظام الحصة الواحدة.	الحصتين والعاشرة في نظام الحصة الواحدة.	
تقدم العروض بالنسبة لكل مناقصة حسب الأنموذج رقم 01 المصاحب	تقدم العروض بالنسبة لكل مناقصة حسب الأنموذج رقم 02 المصاحب	تقدم العروض بالنسبة لكل مناقصة حسب الأنموذج رقم 03 المصاحب	مكيفية العروض تقديم
يوم الثلاثاء الموالي للإعلان عن المناقصة	يوم الثلاثاء الموالي للإعلان عن المناقصة	يوم الخميس الموالي للإعلان عن المناقصة	تاريخ إجراء المناقصة
اليوم الموالي لإجراء المناقصة	اليوم الموالي لإجراء المناقصة	يوم إجراء المناقصة	الإعلان عن النتائج
الثلاثاء الموالي للإعلان عن النتائج	الثلاثاء الموالي للإعلان عن النتائج	الثلاثاء الموالي للإعلان عن النتائج	دفع الإكتتابات

المصدر: كراس شروط المختصين في رفاع الخزينة ، مديرية الخزينة العمومية.

ثانيا- المتدخلون في السوق:

تندرج سوق رفاع أو قيم الخزينة القابلة للتداول ضمن مجال عمل " الإدارة العامة للتصرف في الدين والتعاون المالي"، وهذا الجهاز الذي يمثل الخزينة العمومية يشكل المصدر الوحيد لرفاع الخزينة في السوق الأولية.

أما عمليات الاكتتاب في السوق الأولية فهي ضمن مجال المختصين في قيم الخزينة من بنوك ووسطاء في البورصة ، وذلك بعد التوقيع على دفتر أو كراس شروط مع الخزينة يؤكد التزام المختصين بقواعد سير السوق.

أيضا وجود ما يسمى "بالشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية"، كمؤتمن مركزي لكل العمليات في سوق رفاع الخزينة ، وتعمل هذه الشركة أيضا على إدارة حسابات قيم الخزينة ومختلف المتدخلين في سوق رفاع الخزينة.

كما يتدخل البنك المركزي التونسي في هذه السوق من أجل تنظيمها والسيطرة على حسن سيرها.

ثالثا- مناقصة رفاع الخزينة:

يتم إصدار رفاع الخزينة وفق آلية المناقصة وعلى الطريقة الهولندية ، وبوساطة البنك المركزي التونسي الذي يعلم المختصين في قيم الخزينة بتاريخ كل مناقصة وكل المعلومات المتعلقة بالقيم المقرر إصدارها.

* بالنسبة لرفع الخزينة قصيرة الأجل: تكون المناقصات أسبوعية كل خميس.

- يتم إعلان المناقصة بالثلاثاء السابق.

- استقبال العروض وفرزها وإعلان النتائج يحدث يوم الخميس.
- تسوية المناقصة (تاريخ القيمة) تتحقق يوم الثلاثاء الموالي.
- * أما رقااع الخزينة المماثلة ورقااع الخزينة ذات قavanaugh صفر فإن : المناقصات تكون شهرية : أول يوم ثلاثاء من كل شهر.
- يتم إعلان المناقصة آخر يوم ثلاثاء من الشهر السابق
- تجرى عملية المناقصة يوم الثلاثاء الأول من الشهر
- تحدث عملية التسوية في يوم الأربعاء الموالي.

رابعاً- برنامج الإصدارات:

تسجل عملية إصدار رقااع الخزينة في إطار برنامج كلي للتمويل ، حيث يتم إعداد رزنامة إصدار تتضمن تقدير الحجم الإجمالي للإصدارات وتنتشر هذه الرزنامة كل ستة أشهر، كما يتم تفعيل هذه الرزنامة عند الحاجة. ويتم الإعداد السنوي لهذه الرزنامة من قبل وزارة المالية.

مثال: الرزنامة التقديرية لإصدارات رقااع الخزينة لسنة 2008.

سيتم خلال سنة 2008 إصدار رقااع خزينة (رقااع خزينة قصيرة المدى ، رقااع خزينة مماثلة، ورقااع خزينة ذات قavanaugh صفر) في حدود مبلغ يقدر بـ 2050 مليون دينار.

سيتم تعبئة هذا المبلغ حسب شروط السوق وفي حدود 65% (أي 1350 مليون دينار) في شكل رقااع خزينة مماثلة متوسطة وطويلة الأمد ، و35% (أي 700 مليون دينار) في شكل رقااع خزينة قصيرة الأمد.

سيتم إصدار هذا المبلغ في إطار مناقصات رقااع الخزينة الأسبوعية والشهرية في حدود 860 مليون دينار خلال السداسي الأول من سنة 2008 (570 مليون دينار رقااع خزينة مماثلة و 290 مليون دينار رقااع قصيرة الأمد) والبقية خلال السداسي الثاني (1190 مليون دينار).

وسيكون معدل الإصدارات الشهرية لرقااع الخزينة المماثلة في حدود 120 مليون دينار. ومعدل الإصدارات الأسبوعية لرقااع الخزينة قصيرة الأمد في حدود 15 مليون دينار.

خامساً - الإكتتاب لغير المقيمين:

يتم قبول غير المقيمين للاكتتاب في رقااع الخزينة في حدود 20% من المبلغ الإجمالي المتوقع من الإصدارات السداسية (كل ستة أشهر).

الفرع الثاني: كراس شروط المختصين في رقااع الخزينة.

أولاً- تنظيم رقااع الخزينة:

تستند رقااع الخزينة إلى الإطار القانوني التالي:

- الأمر رقم 1208-2006 المؤرخ في 24 أبريل 2006 المتعلق بضبط شروط وطرق إصدار وتسديد رقااع الخزينة.

وقد جاء هذا الأمر كبدل لـ:

- لأمر رقم 97-2462 المؤرخ في 22/12/1997 من أجل رقاع الخزينة المماثلة
- الأمر رقم 99-1781 المؤرخ في 09/08/1999 متعلق أيضا برقاع الخزينة المماثلة
- الأمر رقم 99-1782 المؤرخ في 09/08/1999 من أجل رقاع الخزينة قصيرة الأمد
- الأمر رقم 2000-1891 المؤرخ في 24/08/2000 من أجل رقاع الخزينة المماثلة وفيما يتعلق بنظام جباية الضرائب فقد تم إصدار:
- الأمر رقم 2000-712 المؤرخ في 05/04/2000 متعلق بضبط كفاءات احتساب الخصم من المورد على مداخل السندات.
- الأمر رقم 2007-1870 المؤرخ في 17/07/2007 المتعلق بضبط كفاءات احتساب الخصم من المورد على مداخل السندات.
- أما من حيث الأمانات:
- قانون رقم 2003-49 المؤرخ في 25/06/2003 المرتبط بعمليات شراء مع الإلتزام بإعادة البيع لرقاع الخزينة...
- المرسوم رقم 2003-1983 المؤرخ في 15/09/2003 المتعلق بضبط شروط وكفاءات تسليم القيم المنقولة والأوراق التجارية في إطار عمليات الأمانة.
- بالإضافة إلى قوانين أخرى ذات صلة بتنظيم رقاع الخزينة:
- المرسوم رقم 2001-2728 المؤرخ في 20/11/2001 المرتبط بشروط الاكتتاب في القيم المنقولة للوسطاء المعتمدين من أجل مسك الحسابات الخاصة بالقيم.
- القانون رقم 2000-35 المؤرخ في 21/03/2000 المرتبط بالقيم غير الجسدة.
- القانون رقم 2001-65 المؤرخ في 10/07/2001 المتعلق بمؤسسات القرض.
- منشور من البنك المركزي التونسي إلى الوسطاء المعتمدين رقم 10 من سنة 2007 لفتح رقاع الخزينة لغير المقيمين.

ثانيا- المختصون في رقاع الخزينة:

- في إطار الأمر عدد 2006-1208 المؤرخ في 24 أفريل 2006 المتعلق بضبط شروط وطرق إصدار وتسديد رقاع الخزينة ، والأمر رقم 2000-712 المؤرخ في 05 أفريل 2000 والمتعلق بضبط طرق احتساب الخصم من المورد على مداخل السندات، تم إصدار كراس لتحديد شروط وقواعد مشاركة المختصين في رقاع الخزينة في السوق الأولية والثانوية لرقاع الخزينة.

1- شروط القيام بمهمة مختص في رقاع الخزينة:

- توفير أموال ذاتية لا تقل عن 5 ملايين دينار.
- إعداد خلية خاصة بالتدخل في رقاع الخزينة تتضمن مسؤولين عن النشاط وأعوان للوساطة .

- يتعهد كل مختص في رقاغ الخزينة بفصل حسابات ومحافظ الأوراق المالية المتعلقة بنشاط المختص في هذه الرقاغ ، عن بقية الأنشطة المتعلقة بالوساطة بالبورصة أو الأنشطة البنكية.
- تركيز نظام اتصال معلوماتي متفق عليه من قبل كل المتدخلين لنشر أسعار ونسب فائدة الشراء والبيع لرقاغ الخزينة.
- تركيز نظام للتصرف في الحسابات.
- تركيز نظام هاتفي مع ربط الخطوط الخاصة بأعوان الوساطة بجهاز تسجيل.

2- نشاط وتعهدات المختصين في رقاغ الخزينة:

- يشارك المختص في قيم الخزينة في المناقصات المتعلقة برقاغ الخزينة سواء لحسابه الخاص أو لحساب زبائنه.
- يكون المختص في رقاغ الخزينة متعهد بالوفاء بالعروض المقترحة ولا يستدعي منه أي تأكيد إلا أنه بإمكانه سحبها أو تغييرها قبل الساعة المحددة لإيداع العروض.
- يلتزم المختص في رقاغ الخزينة بالمشاركة بشكل فعال في السوق الأولية لقيم الخزينة، كما يجب أن لا يقل المبلغ الإجمالي المكتتب سنويا من طرف المختص عن 5% من الحجم السنوي المصدر.
- بإمكان المختص في رقاغ الخزينة الحصول على عروض غير تنافسية في حدود 25% من مبلغ العروض المقبولة ، حيث تقدم العروض غير التنافسية في اليوم الموالي للإعلان عن النتائج بالنسبة لرقاغ الخزينة المماثلة و رقاغ الخزينة ذات قصاصة صفر، أما رقاغ الخزينة قصيرة الأمد فتكون يوم المناقصة.
- يتم قبول العروض غير التنافسية على أساس معدل سعر المناقصة بالنسبة لرقاغ الخزينة المماثلة و رقاغ الخزينة ذات قصاصة صفر، وعلى أساس معدل فائدة المناقصة بالنسبة لرقاغ الخزينة قصيرة الأمد، وتوزع الإكتتابات في العروض غير التنافسية بين المختصين بالإعتماد على نسبة مشاركة مختص في الثلاث المناقصات الأخيرة وتساوي هذه النسبة المبالغ المكتتبة من قبل المختص في رقاغ الخزينة على مجموع المبالغ التي تم قبولها خلال الثلاث مناقصات الأخيرة ، وتؤخذ بعين الاعتبار رقاغ الخزينة المكتتبة في إطار العروض غير التنافسية عند احتساب المبالغ السنوية المكتتبة من قبل المختص.
- يرخص المختص في رقاغ الخزينة للشركة التونسية للمقاصة وإيداع الأوراق المالية بتنزيل المبالغ المتعلقة بدفع الاكتتابات والمبالغ المتعلقة بالتسديدات ، بالإضافة إلى المبالغ المتعلقة بالعمليات في السوق الثانوية، بحسابه الخاص لدى البنك المركزي التونسي أو لدى بنك المقاص، ويستدعي ذلك إعلام الشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية بتفاصيل المبالغ في أنواع رقاغ الخزينة لكل مناقصة، موزعة بين مبالغ لحسابه الخاص ومبالغ لحساب الزبون.

- يلتزم المختص بإقتراح سعر أو نسبة فائدة لكل طلب بيع لرقاع الخزينة مع تحديد الخط والمبلغ.
- كما يلتزم كل مختص في قيم الخزينة بالمشاركة بشكل نشط في السوق الثانوية لقيم الخزينة، ويتوجب أن لا تقل مشاركته في عمليات السوق الثانوية لرقاع الخزينة عن نسبة 100%، من الحجم الإجمالي المكتتب في السوق الثانوية من قبل كل مختص مع باقي المختصين مباشرة عن نسبة 20% من الحجم الإجمالي المكتتب في السوق الأولية.
- وفي نهاية كل يوم عمل يلتزم المختص في قيم الخزينة بإعلام وزارة المالية بعمليات بيع وشراء رقااع الخزينة عبر نموذج محدد من طرف الخزينة العمومية مخصص للعمليات في السوق الثانوية.

3- إختيار المختصين في رقااع الخزينة:

يتدخل في عملية اختيار المختصين في قيم الخزينة وزارة المالية من بين البنوك ووسطاء البورصة الأشخاص المعنويين والمؤسسات المالية المنخرطة بالشركة التونسية بين المهنيين للمقاصة وإيداع الأوراق المالية والتي لها حساب لدى البنك المركزي التونسي.

كما يتم مراجعة قائمة المختصين في رقااع الخزينة من قبل وزارة المالية كل سنتين.

خلاصة الفصل الخامس:

- تستند السوق النقدية التونسية إلى إطار قانوني يهدف إلى توسيعها وتنظيمها حتى تؤدي الدور التمويلي المنوط بها على أمل وجه.
- لم تستطع الخزينة العمومية الإعتماد على سندات التجهيز (سندات طويلة الأجل) في عملية التمويل، الأمر الذي دفعها إلى إصدار أذون الخزينة قصيرة الأجل، وساهمت مثل هذه الخطوة في توسيع قاعدة السوق النقدية وتعبئة الإدخار المحلي وتخفيف عبء تمويل الدولة المفروض على البنوك.
- تم توسيع السوق النقدية التونسية بمتدخلين آخرين منذ صدور القانون رقم 87-49 بتاريخ 29 ديسمبر 1987، والقانون رقم 89-14 بتاريخ 17 ماي 1989 والمتعلقان بتنظيم السوق النقدية.
- تم تحسين إدارة السيولة البنكية خاصة بعد ظهور أصول مالية جديدة كشهادات الإيداع، وأوراق الخزينة (سندات الصندوق) ورقاق الخزينة.
- يتدخل البنك المركزي التونسي في السوق النقدية بهدف توفير السيولة عن طريق طلب العروض مع التعهد بإعادة البيع أو الشراء النهائي للسندات العمومية وكذا لكل دين على المؤسسات والخواص. كما يعمل على إمتصاص السيولة في شكل مناقصة بدون سندات في حالة الفائض، أو بيع مع التعهد بإعادة الشراء أو بيع نهائي. أيضا يستخدم البنك المركزي عمليات الأمانة لحقن السيولة بطلب من البنوك في السوق لمدة تتراوح بين يوم واحد وسبعة أيام. مع العلم أن معدل الفائدة على عمليات الأمانة تشكل الحد الأقصى لتدخلات مؤسسة الإصدار.
- بالإضافة إلى ذلك يتدخل البنك المركزي بعمليات ظرفية تحهدف على تعديل تقلبات معدل العمليات في السوق النقدية بما يتطابق مع أهداف السياسة النقدية.
- ابتداء من سبتمبر 1989 قررت السلطات التونسية التحكم في عجز موازنتها بطريقة أكثر فعالية وتقليص لجوئها إلى التمويل البنكي، وذلك من خلال إصدار أدوات مالية جديدة تتمثل في رقاق الخزينة.
- تستند سوق رقاق الخزينة إلى إطار قانوني يسمح بسيرها وتنشيطها إلى جانب اعتمادها على برنامج كلي للتمويل من خلال إعداد رزنامة إصدار تتضمن تقدير الحجم الإجمالي للإصدارات.
- ويلتزم المختصون في رقاق الخزينة بالمشاركة بشكل فعال في السوق الأولية لرقاق الخزينة، حيث ينبغي أن لا يقل الحجم الإجمالي المكتتب سنويا من طرف المختص عن 5% من الحجم السنوي المصدر.

الفصل السادس

تطور السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي

تمهيد:

بعد أن استرجعت البلاد التونسية استقلالها النقدي، قامت السلطات العمومية بالتفرد في وضع وتطبيق السياسة النقدية، وذلك بهدف تحقيق الأهداف المرجوة من هذه السياسة، وباعتبار ضرورة تشجيع عمليات الإنتاج، كان يجب القيام بكل ما من شأنه أن يدعم عملية تجميع المدخرات المحلية وتوجيه الموارد المتاحة بما يتماشى مع مجهود التنمية، وإذا كانت عدة وسائل للسياسة النقدية سارية من قبل، فإن السوق النقدية تعتبر من بين الأدوات الهامة التي تم التركيز عليها منذ الاستقلال. حيث مرت السوق النقدية التونسية بمجموعة من المراحل إلى أن وصلت إلى ما هي عليه في الوقت الحالي. ويهدف هذا الفصل إلى دراسة تطور السوق النقدية التونسية، حيث يتطرق المبحث الأول إلى السوق النقدية قبل سنة 1987، أما المبحث الثاني فيتناول تطور السوق من سنة 1986 إلى سنة 2000، أما المبحث الثالث فقد خصص لتطور هذه السوق من 2001 إلى 2011.

المبحث الأول: السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي قبل سنة 1987

عرفت السوق النقدية التونسية عدة تغيرات في مراحل تطورها وهذا قبل إعادة تنظيمها في سنة 1987.

المطلب الأول: السوق النقدية التونسية ما قبل 1963

منذ نشأة البنك المركزي التونسي في سبتمبر 1958 إلى غاية جويلية 1963 لم تكن هناك سوق نقدية في تونس. فخلال هذه الفترة كانت البنوك التونسية تتبادل السيولة مباشرة وبشكل حر خاصة وأن الفوائض النقدية لدى بعض البنوك والتي لم تكن في قبضة البنك المركزي يتم توظيفها لدى بنوك أخرى ، وبالتالي لم يكن للبنك المركزي أي سيطرة على السيولة البنكية ومن ثمة على سيولة الاقتصاد.

بالمقابل كان حجم الصفقات بين البنوك ضعيف ، وفي الواقع كانت البنوك الوطنية أقل أهمية، إضافة إلى محدودية الأصول المالية التي يمكن تداولها في السوق كالأوراق التجارية وشهادات الإيداع... إلخ، والتي من شأنها المساهمة في توسيع السوق النقدية، كما اعتمدت البنوك على امكانية إعادة الخصم كآلية لإعادة التمويل والتي كانت في تلك الحقبة شبه نسقية.

كما شهدت هذه الفترة زيادة في حجم القروض البنكية تقريبا إلى الضعف (من 50300 ألف دينار إلى 109430 ألف دينار)، وهذه الزيادة في حجم القروض تناسبت مع تلك في حجم الودائع (زيادة في حجم الودائع من 32610 ألف دينار إلى 75236 ألف دينار). كما عرفت أيضا هذه الفترة زيادة معتبرة للمستحقات على الدولة (من 17.5 مليون دينار سنة 1958 إلى 63 مليون دينار سنة 1963)، وهذا تبعا للتطور الهام في نفقات الاستثمار ذات الطابع العام، فمثلا في سنة 1962 غلاف مالي يحمل مبلغ إجمالي قدره 80 مليون دينار للاستثمارات، جزء من هذا الغلاف المالي قدره 51 مليون دينار أي بنسبة 63.7% كاستثمارات عمومية.

ومثل هذه الزيادة في القروض للاقتصاد من جهة وديون على القطاع العام من جهة أخرى قد سببت زيادة في الكتلة النقدية (بنسبة قدرها 83% خلال الفترة 1958 إلى 1963)

المطلب الثاني: السوق النقدية التونسية خلال الفترة من 1963 إلى 1974

خلال هذه الفترة تم إنشاء السوق النقدية التونسية (جويلية 1963) من قبل السلطات النقدية، قصد التحكم في سيولة الاقتصاد خاصة من خلال التأثير على حجم القروض. وهكذا ظهرت السوق النقدية للتخفيف من حدة الزيادة في الكتلة النقدية التي تميزت بها الفترة السابقة.

كما أصبح البنك المركزي التونسي يلعب دور الوسيط المتمركز بين العروض والطلبات على السيولة في السوق ، بمعنى أن البنك المركزي أسندت إليه مهمة إجراء مبادلة السيولة، كما تم دعوة البنوك للثقة في البنك المركزي في كل عملياتها المتعلقة بخزيرتها البنكية. ولذلك قرر البنك المركزي التونسي

بموجب المنشور رقم 63-43 المؤرخ في 22 جويلية 1963 تأسيس سوق نقدية كمكان لتداول السيولة (من خلال العرض والطلب عليها) وتنظيمها بما يتوافق مع أهداف السياسة النقدية.

وفي مقابل العمليات المنفذة في السوق النقدية طالب البنك المركزي التونسي بعمليات الأمانة لتقديم السيولة إما مقابل سندات خاصة قابلة للخصم كأولوية عن السندات المالية الأخرى، أو مقابل سندات عامة، مع الإشارة إلى أن مبلغ السندات المقدمة على سبيل الضمان ينبغي أن تساوي على الأقل مبلغ عملية الأمانة أو القرض المتفق عليه وعند انتهاء مدة القرض يتم إرجاع السندات إلى المقرض. وقد تزامن هذا الدور البسيط للبنك المركزي مع سيولات نسبيا متزايدة نتجت من الاستثمارات العامة ومن عملية إعادة الخصم التي كانت تتم بشكل تلقائي.

إلا أن ديون النظام البنكي على الدولة كانت تتجه نحو الزيادة خلال الفترة من 1958 إلى 1969، ثم تراجعت هذه الديون بشكل تدريجي ابتداء من سنة 1970. وفي الواقع تطور حجم الديون على الدولة قد كان مسجل ضمن الإجراءات المتخذة في إطار القانون رقم 70-22 المؤرخ في 1970/05/07 حول تطهير المالية العامة للدولة، ومثل هذه الإجراءات قد أفضت إلى تحديد العلاقات النقدية بين الخزينة والبنك المركزي حيث بلغ الرصيد الدائن لحساب البنك المركزي التونسي في مركز الصكوك البريدية 4.3 مليون دينار سنة 1963 ثم انتقل إلى 33.3 مليون دينار سنة 1965 ليصل إلى 42.4 مليون دينار سنة 1969، الأمر الذي يبين عدم استقرار ديون الخزينة العمومية.

كما استفادت الخزينة العمومية من تسبيق دائم قدر بـ 25 مليون دينار، من البنك المركزي قابل للتسديد بـ 17.5 مليون دينار إضافة إلى إعادة الخصم المستعملة من قبل البنوك بشكل تلقائي.

ومثل هذه التصحيحات المرتبطة بخزينة الدولة قد ساهمت في تقليص السيولة البنكية، وهذه الأخيرة تطورت خلال الفترة 1970-1974 نتيجة لتباين العوامل التالية:

جدول رقم (54): تباين عوامل السيولة البنكية (70-74)

العوامل	السنوات	71/70	72/71	73/72	74/73
النقود الائتمانية		6.7-	17.1-	9.3-	20.6-
مستحقات البنوك المركزي التونسي على الخزينة العمومية		5.5-	20.2-	21-	14.4-
الأصول الخارجية الصافية		23.2+	46.2+	40.6+	40.4+
الاحتياطي الإجباري		1.7-	2.5-	6-	4-
عوامل أخرى		4.9-	5.8-	7.2-	12.8-
الإجمالي		4.4+	0.4+	2.8-	11.4-
مساعداة البنك المركزي التونسي		4.4-	0.4-	2.8+	11.4-

Source : Banque centrale de tunisie

نلاحظ من الجدول:

- زيادة مستمرة للأوراق النقدية المتداولة كمعامل مقلص للسيولة البنكية
 - أيضا التأثير السلبي لديون البنك المركزي على الدولة مما أدى إلى تقليص في حجم السيولة
 - الاحتياطات الإجبارية أثرت بدورها بشكل سلبي على حجم السيولة البنكية
 - إلا أن الأصول الخارجية الصافية قد لعبت تأثير إيجابي بشكل واسع على السيولة البنكية ، مع الإشارة إلى أن هذه الأصول الخارجية هي حصيلة المداخيل البترولية .
- ومثل هذه الوضعية (نقص في السيولة) دفعت بالبنوك إلى اللجوء إلى البنك المركزي التونسي لإشباع الحاجات من السيولة ، من خلال الحصول على مساعدات نقدية في إطار عملية إعادة التمويل.
- خاصة وأن السوق النقدية قد عرفت في تلك الفترة عدم توازن هيكلي لوجود بنوك مقترضة بشكل مستمر ولعدم كفاية العرض بالمقارنة مع الطلب على السيولة في هذه السوق ، الأمر الذي دفع بالبنك المركزي إلى التدخل في السوق.

المطلب الثالث: السوق النقدية التونسية من 1974 إلى 1986.

خلال هذه المرحلة شهدت أيضا السوق النقدية التونسية تغيرا في تنظيمها.

الفرع الأول: السوق النقدية التونسية في سنة 1974

- بموجب المنشور رقم 74-01 الصادر في 14 جانفي 1974 المتعلق بتنظيم السوق النقدية ،
- قد تم التصريح بأن البنك المركزي التونسي ابتداء من هذا اليوم يحفظ للبنوك بالعمليات التي عند الضرورة ينفذها من أجل ضمان توازن السوق.
- وهكذا قرر البنك المركزي التونسي أنه من الضروري التدخل بأكثر نشاط في السوق النقدية والمشاركة بنفسه في العمليات اليومية من خلال عمليات الأمانة التي تستدعي وجود سندات مالية خاصة لأجل قصير والمتوسط وقابلة لإعادة الخصم لدى البنك المركزي ، إضافة إلى السندات العامة.
- كما تم إنشاء حسابين الأول تحت تسمية " سندات الأمانة في السوق النقدية " ، ويتضمن هذا الحساب السندات العامة والخاصة المأخوذة كأمانة من البنوك في إطار تدخل البنك المركزي التونسي في السوق النقدية ، أما الحساب الثاني فكان تحت عنوان " الفوائد على التدخلات في السوق النقدية " ، ويسجل الفوائد المحصلة على العمليات الخاصة للبنك المركزي المنفذة في السوق النقدية.
- وعلى المستوى المحاسبي تتحقق العمليات التالية عند أخذ كأمانة للسندات في السوق النقدية:
- في البداية تأكيد عملية الأخذ بالأمانة بجعل حساب " السندات المشتراة وفق آلية الأمانة مدين ، مع جعل حساب العمليات في السوق النقدية دائن بقيمة العملية .
 - تسديد مبلغ العملية في حساب المقترض مع جعل حساب العمليات في السوق النقدية مدين ، وفي يوم تسوية العملية (عملية الأمانة) يتم تسجيل القيود التالية:

- تأكيد إرجاع السندات للمقترض بجعل حساب " سندات الأمانة في السوق النقدية" وحساب "الفوائد على التدخل في السوق النقدية" دائنا على التوالي مع مبلغ العملية والفوائد، مع جعل حساب " العمليات في السوق النقدية " مدين.
 - ثم دفع أصل رأس مال العملية من المقترض بجعل حساب هذا الأخير مدين وحساب " العمليات في السوق النقدية دائنا بالقيمة الإسمية مع الفوائد.
- وفي موضع آخر ومثلما ذكرنا سابقا أن البنوك كانت تعتمد قبل سنة 1974 على عملية إعادة الخصم وعلى عمليات الأمانة للحصول على إعادة التمويل من خلال سندات قابلة للتعبئة لدى البنك المركزي. إلا أن طلبات هذه البنوك قد تجاوزت حصص إعادة الخصم (المحددة من قبل البنك المركزي) ابتداء من سنة 1974 ، الأمر الذي يستدعي قيام السوق النقدية بتوفير السيولة من خلال البنوك التي تتمتع بفوائض نقدية أو بتدخل البنك المركزي في السوق النقدية .
- ورغم تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق باعتباره وسيط إلا أن عدم التوازن الهيكلي في هذه السوق بقي مستمر.

الفرع الثاني: السوق النقدية التونسية في سنة 1975

قادت الوضعية السابقة البنك المركزي إلى إعادة النظر في تنظيم السوق النقدية من خلال المنشور رقم 01-75 الصادر في 02 جانفي 1975 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية، كما تم تقليص مدة الصفقات في السوق النقدية إلى يوم واحد (24 ساعة).

ولما أصبحت السيولة المعروضة من قبل البنوك تظهر في شكل غير منتظم قررت السلطة النقدية في البداية امتصاص السيولات المعروضة من قبل كل بنك في السوق النقدية لمنافسة مبالغ إعادة الخصم من هذا الأخير.

كما أن المعدلات المطبقة من قبل البنك المركزي على المبالغ الممتصة، هي نفس المعدلات المطبقة على المبالغ التي تشكل موضوع إعادة الخصم ، وهذا بالبدء بالمبالغ ذات المعدلات الأكثر ارتفاعا.

وقد تم اتخاذ مثل هذا الإجراء خصوصا قصد تجنب أن تقرض البنوك في السوق النقدية موارد نقدية ناتجة من إعادة الخصم للاستفادة من الفارق الموجود بين معدل إعادة الخصم وذلك المعدل المطبق في السوق النقدية، كذلك منع البنك المركزي البنوك ذات الفائض النقدي من استعمال السوق النقدية لغايات مضاربة.

وفي موضع آخر عرفت إعادة تمويل البنوك (التي لم يكن لها سقف من قبل) في السوق النقدية في هذه المرحلة، حد أقصى يساوي 15% من إجمالي الودائع تحت النظر ولأجل ومن الحسابات الخاصة بالإيداع ، ويستهدف هذا التسقيف للجوء البنوك لإعادة التمويل، إلى استدراج وتوجيه البنوك نحو عقلنة قراراتها في منح القروض.

كما أشار المنشور المذكور أعلاه، إلى أنه في حالة ما إذا تجاوز طلب إعادة تمويل البنوك في السوق النقدية السقف المذكور انفاً، فإن البنك المركزي مسؤول عن سد ذلك العجز. كما بين المنشور أهمية التدخل المتزايد والنشط للبنك المركزي في السوق النقدية سواء من ناحية إعادة تمويل البنوك أو من ناحية ترشيد منح القروض من قبل البنوك. وفي الحقيقة أن السقف المحدد بـ 15% من ودائع البنوك والذي اتبع لمدة 08 سنوات تقريباً، تؤكد أنه قليل جداً لمواجهة الحاجة لإعادة التمويل لفائدة البنوك، حيث أن غالبية البنوك تجاوزت بشكل كبير هذه العتبة المحددة لإعادة التمويل ووجدت البنوك نفسها مجبرة على طلب المزيد من النقود المركزية، ومثل هذه الوضعية عرقلت دور البنوك في تمويل عملية التنمية.

الفرع الثالث: السوق النقدية التونسية في سنة 1982

تم في هذه السنة تقديم إصلاح بموجب المنشور رقم 82-12 الصادر في 11 جوان 1982 في إطار تنظيم السوق النقدية، وذلك برفع سقف إعادة التمويل بسبب عدم كفاية النسبة المحددة سابقاً 15%.

حيث عرفت البنوك في هذه السنة تطبيق سقف مزدوج:

- السقف الأول مساوي لـ 15% من الودائع.
- السقف الثاني يساوي 17.5% من الودائع.

مع الإشارة إلى أن طلب إعادة التمويل الذي يكون أقل من السقف سيتم تلبية بمعدل السوق النقدية (بالمعدل اليومي المطبق في السوق). أما طلب إعادة التمويل المحصور بين 15% من الودائع و 17.5% من هذه الأخيرة، فإنه لا يتم تلبية إلا من خلال البنك المركزي وبمعدل أقصى للسحب على المكشوف في الأمد القصير، والساري المفعول في ذلك الوقت وسميت هذه المنطقة المحصورة بين 15% و 17.5% بمنطقة الجحيم.

في حين إذا تجاوز جزء من طلب إعادة التمويل السقف المحدد بـ 17.5% من الودائع، فإن هذا الطلب سيتم تلبية أو إشباعه عند اللزوم، لكن فقط من قبل البنك المركزي وبمعدل أكثر ارتفاعاً مطبق على الأرصدة المدينة للحسابات الجارية، وقد سميت هذه المنطقة بمنطقة جهنم الكبرى، حيث تتحمل فيها البنوك تكاليف مرتفعة في شكل معدل فائدة مرتفع جداً.

الفرع الرابع: السوق النقدية في سنة 1985

في هذه السنة تم إصدار منشور يهتم بالسوق النقدية، منشور رقم 85-19 المؤرخ في 10 ماي 1985، والذي صرح بثلاث نقاط رئيسية ترتبط بالسوق النقدية. تهتم النقطة الأولى بسقوف إعادة التمويل في السوق النقدية، وهذه السقوف التي كانت محددة على التوالي بنسبة 15% و 17.5% من الودائع تحت النظر ولأجل والحسابات الخاصة بالإدخار فقط،

أضيف إليها بموجب المنشور المذكور إجمالي الودائع في حسابات الأجانب بالدينار القابل للتحويل والمفتوحة باسم الأشخاص الطبيعيين من جنسية تونسية.

أما النقطة الثانية فإنها تتعلق بالمعدلات المعاقبة (taux de pénalisation) في السوق النقدية ، حيث تم مراجعة معدلات الفائدة الدائنة والمدينة ومعدلات إعادة الخصم لسنة 1985 الأمر الذي أتاح الفرصة إلى تعديل موازي لمعدلات الفائدة في السوق النقدية وتبعاً إليها المستوى المتوسط للمعدل اليومي انتقل من 8.69% سنة 1984 إلى 10.19% سنة 1985. وقد ركزت النقطة الثالثة على السيولة التي يمكن أن توظفها البنوك في السوق النقدية وبموجب ذلك يمكن لبنوك الإيداع التي تحوز على فوائض نقدية أن تعرضها في السوق النقدية وبالمعدل اليومي، وهذه الفوائض التي تشكل موارد نقدية ناتجة عن إعادة الخصم من قروض قصيرة الأجل لتمويل القطاع الفلاحي والصادرات والقروض الموجهة لبعض المؤسسات الصغيرة والصناعات الحرفية والمهن الصغيرة ، وهذا العمل من شأنه زيادة دور البنوك في المساهمة في عملية التنمية عكس المرحلة السابقة التي كان فيها البنك المركزي يمتص مبالغ إعادة الخصم الموظفة في السوق النقدية دون أن تحقق البنوك أي هامش توظيف.

وهكذا فإن السلطات النقدية إضافة إلى الإجراءات السابقة قد حثت البنوك على تعبئة الإدخار من التونسيين المقيمين بالخارج، ويهدف هذا الإجراء أساساً إلى دفع البنوك إلى تمويل القطاعات المذكورة سابقاً في إطار عملية التنمية.

جدول رقم (55): تطور ودائع التونسيين المقيمين بالخارج (85-87) الوحدة مليون دينار

السنوات	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت
1985	-	-	-	-	10.2	10.9	10.9	11
1986	12.4	12.5	12.7	12.9	13.6	13.8	14	13.4
1987	16.2	16.9	16.9	18.3	18.4	19.5	19.9	19.7

Source : Banque Centrale de Tunisie

من الجدول يمكن القول أن ودائع التونسيين المقيمين بالخارج قد تزايدت بشكل مرغوب من قبل البنك المركزي التونسي

المبحث الثاني: السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي من 1986 إلى 2000

الفرع الأول: السوق النقدية في سنة 1987.

مع بداية هذه الفترة دخلت تونس في برنامج تصحيحي خاصة على مستوى المالية الداخلية، وذلك بالنهوض بالوساطة المالية وتحرير شروط الإئتمان وتنشيط السوق النقدية مع البدء في تمويل الخزينة العمومية وفق الشروط العادية لهذه السوق والنهوض بالإدخار المحلي خاصة من خلال إعطاء أهمية للسوق المالية ، وكل ذلك يتم بشكل تدريجي.

وبالتالي يتمحور الإصلاح المالي الذي بدأ سنة 1987، والذي يشكل إحدى الجوانب الأساسية لعملية التصحيح الهيكلي للاقتصاد وتطوره حول النقاط الأساسية التالية:¹

- فك القيود على نشاط المصارف التابعة هيكلية لإعادة تمويل البنك المركزي، والتخفيف التدريجي لهوامش الربح لديها.
 - تنشيط السوق النقدية، واستعمال نسب الفائدة كوسيلة متميزة للسياسة النقدية.
 - رفع الحواجز المصرفية و تطوير المالية المباشرة.
 - تنسيق الضرائب وغيرها من الرسوم المتعلقة بالنشاط المالي.
 - دعم جدوى الجهاز المصرفي و فعاليته في إطار منافسة متزايدة.
 - تطوير المراقبة اللاحقة للنشاط المصرفي على حساب المراقبة المسبقة.
- ظهر في هذه المرحلة تعديلين أساسيين الأول يتعلق بتحرير معدلات الفائدة والثاني يخص سقف إعادة التمويل للبنوك في إطار المنشور رقم 86-31 المؤرخ في 17 أكتوبر 1986 في إطار تنظيم السوق النقدية من قبل السلطات النقدية.
- فإذا جئنا إلى تحرير معدلات الفائدة وجعل البنوك مسؤولة عن منح القروض فإن إصلاح سياسة معدلات الفائدة قد دخلت حيز التنفيذ في 02 جانفي 1987، والذي يدخل في إطار تحرير الاقتصاد ويهدف إلى ضمان تحسين تخصيص الموارد المالية وإلى دعم عملية التنمية الوطنية ، خصوصا من خال تمويل الأنشطة ذات الأولوية. بالإضافة إلى ذلك فإن المعدلات المطبقة على القطاعات ذات الأولوية (الفلاحة، التصدير، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)، بقيت مدارة من قبل البنك المركزي، أما المعدلات المدينة الأخرى فإنها تتحدد بشكل حر من قبل بنوك الإيداع، وبحد أقصى ثلاث نقاط مئوية فوق المعدل المتوسط (لشهر السابق) في السوق النقدية، أما فيما يتعلق بالمعدلات الدائنة فإن البنك المركزي قد وحد المكافأة على الودائع الإيداعية لدى البنوك بما في ذلك المعدلات المطبقة على الودائع بالدينار القابل للتحويل لفائدة الأشخاص الطبيعيين التونسيين المقيمين بالخارج، وقد حددت المعدلات الدائنة بأدنى معدل مساوي للمعدل المتوسط للسوق النقدية مطروح منه نقطتين نسبة مئوية.
- أما بقية المعدلات الدائنة فقد حددت بشكل حر من طرف البنوك وتجدر الإشارة إلى أنه منذ إنشاء السوق النقدية ، فإن المعدلات المدينة والدائنة كانت محددة بشكل ثابت من قبل البنك المركزي ، أما معدل السوق النقدية فقد كان في قلب مستمر إلا أنه ابتداء من جانفي 1987 والذي يمثل تاريخ بداية تحرير معدلات الفائدة، بقي معدل فائدة السوق النقدية ثابتا عند مستوى 10%.
- وفي الواقع قبل جانفي 1987 كان معدل السوق النقدية يتقلب لكن المعدلات الأخرى (الدائنة والمدينة) كانت نسبيا ثابتة (تتقلب تبعا لقرار البنك المركزي التونسي)، كذلك تقلب معدل السوق لم يكن يؤثر في المعدلات المطبقة من قبل البنوك التجارية. أما منذ سنة 1987، وبإستثناء الحالات الخاصة أين يحدد

¹ - علي توفيق الصادق وآخرون، مرجع سابق، صص 285 و 286.

البنك المركزي فيها معدل الفائدة فإن كل المعدلات الأخرى تتحدد بشكل حر من قبل البنوك ، وهذه الأخيرة (معدلات الفائدة) مربوطة بمعدل السوق النقدية ، بمعنى أن معدلات فائدة البنوك تتحدد بشكل حر نسبيا ضمن فرشاة محددة من قبل البنك المركزي ، وهكذا كل تباين أو تغير حساس في معدل السوق النقدية سينعكس على المعدلات المطبقة من قبل البنوك ، الأمر الذي يفسر ثبات معدل فائدة السوق منذ جانفي 1987 عند 10% حتى لا يحدث اضطرابات في معدلات البنوك.

وفيما يتعلق بسقف إعادة تمويل البنوك وبموجب المنشور المذكور أعلاه (86-31) فإن هذا السقف أصبح يتحدد ابتداء من جانفي 1987 من إجمالي الودائع في حسابات الأجانب بالدينار القابل للتحويل باسم الأشخاص الطبيعيين من جنسية تونسية مقيمين بالخارج وكذلك كنسبة من الودائع تحت النظر ولأجل والودائع بالحسابات الخاصة بالإدخار.

وهذا السقف يتم تفعيله كل شهر ويبلغ إلى البنوك ، وحسب السلطات النقدية فإن الميزة العشوائية لسقف إعادة التمويل في هذه المرحلة يهدف إلى جعل البنوك مسؤولة وإلى حثها على تمويل استخداماتها بإعطاء الأولوية لمواردها الخاصة في ذلك، وإلى تقليل لجوئها إلى السوق النقدية، بالإضافة إلى ترشيد السياسة الإقراضية للبنوك.

إلا أن سوق مابين البنوك التونسية كقسم من السوق النقدية بقيت سوق داخل البنك ، بمعنى أنها لا تزال تلجأ وترتبط بالبنك المركزي التونسي الأمر الذي يبين وجود حالة عجز في السيولة البنكية داخل السوق.

الفرع الثاني: تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق:

لقد زادت حركية السوق النقدية التونسية بظهور أدوات جديدة لتدخل البنك المركزي التونسي في السوق من أجل تنظيم السيولة البنكية

حيث أصبح البنك المركزي التونسي يتدخل في السوق النقدية لتوفير السيولات على شكل عمليات شراء من خلال نداءات العروض، وعلى شكل أخذ بالأمانة لـ 07 أيام، فوق ذلك ومن أجل تسهيل توجيه معدلات السوق لتتطابق مع أهدافها ، يتدخل البنك المركزي التونسي من خلال عمليات ظرفية تسمى بعمليات التعديل النهائي للسيولة البنكية لمدة 24 ساعة، وهذه التدخلات تأخذ شكل بيع أي وضع بالأمانة لسندات ، أو شراء في شكل أخذ بالأمانة لسندات.¹

كما أن القروض الممنوحة من طرف البنك المركزي التونسي تتيح الفرصة لإستلام سندات إجمالية للتعبة محررة لتتطابق مع نصوص المادتين 40 و 41 من المنشور رقم 87-47.²

وأیضا يمكن إصدار السندات الإجمالية للتعبة لتمثل سندات عامة أقل من 06 أشهر جارية.

¹-Circulaire n° 87-49,opcit, article 12.

²- أنظر الملحق رقم(19)

ومثلما ذكرنا سابقا أصبح البنك المركزي التونسي يقبل أثناء تدخله في السوق النقدية السندات الممثلة للقروض التي تمنحها البنوك طبقا للقواعد المحددة بالعنوان الثاني من المنشور المذكور أعلاه (87-47) باستثناء السندات المشار إليها في المادتين 14 و 14 مكرر.

كما ساهمت السندات المصدرة من قبل الخزينة العمومية بإعطاء أهمية لعمليات السوق المفتوحة في السوق النقدية، خاصة وأن سياسة عمليات السوق المفتوحة تعطي فعالية أكبر بالمقارنة مع أداة إعادة الخصم، إذ من خلال أداة السوق المفتوحة يتمكن البنك المركزي من تحقيق توازن السوق النقدية بتنظيم السيولة البنكية وأيضا استعمال السوق النقدية للتأثير في مستوى اتجاه معدل الفائدة بما يتماشى مع أهداف السياسة النقدية.

ففي حالة عدم كفاية أداة البنك المركزي المتمثلة في نداءات العروض في سد الحاجة إلى السيولة في السوق ، يمكن للبنوك أن تطلب من البنك المركزي أن يتدخل مرة ثانية من خلال عمليات الأمانة لمدة تتراوح بين يوم واحد وسبعة أيام، مع العلم أن معدل الفائدة المطبق على عمليات الأمانة من 01 إلى 07 أيام عبارة عن معدل الفائدة لآخر طلب عروض يضاف إليه هامش يتم إعلام البنوك به ، وهذا المعدل المرتفع عن معدل نداء العروض من شأنه أن يضغط على البنوك لتحسين إدارة سيولتها.

وبشكل يومي يتحقق البنك المركزي التونسي من تطور معدلات الفائدة المطبقة في سوق ما بين البنوك ، وفي حالة الاستمرار في الحاجة للسيولة أو تقلب لمعدل الفائدة ليوم واحد في السوق النقدية خارج فرشة المعدلات الموجهة، فإن البنك المركزي التونسي يتدخل مرة أخرى من خلال عمليات تسمى العمليات الظرفية (أو عمليات التعديل النهائي) لـ 24 ساعة.

ومن المفيد التذكير أن مبلغ نداءات العروض يتحدد من قبل البنك المركزي التونسي تبعا للتنبؤ بالاحتياجات التمويلية للبنوك من النقد المركزي مع الأخذ بعين الاعتبار الحركات المتوقعة لعوامل السيولة البنكية، في حين أن تحديد معدل فائدة هذه الأداة يستند إلى إتباع البنك المركزي التونسي لتطور معدلات سوق ما بين البنوك وإلى المؤشر العام لأسعار الاستهلاك بما يتوافق مع أهداف السياسة الاقتصادية.

جدول رقم (56): تطور مبلغ تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية الوحدة: مليون دينار

السنوات	1988	1989	1990	1991	1992	1993
تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق						
نداءات العروض	112.9	473.6	351	500	500	500
عمليات الأمانة	0.7	124.4	547.3	659.4	312.3	559.3
العمليات الظرفية	29.3+	-	-	31.5	26.3	26.3

المصدر : البنك المركزي التونسي

كما أن البنك المركزي التونسي كان حريص على تطبيق معدلات فائدة تتماشى مع أهداف السياسة النقدية أثناء تدخلاته في السوق النقدية في إطار إعادة تمويل البنوك.

جدول رقم (57): تطور معدلات فائدة لتدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية (86-93)

السنة	معدل فائدة نداءات العروض (الحد الأدنى)	معدل فائدة عمليات الأخذ كأمانة (المعدل الأقصى)	المعدل المتوسط للسوق النقدية
1986	10.00	10.250	10.125
1987	9.125	10.312	10.00
1988	8.625	9.625	9.15
1989	9.312	11.312	9.4
1990	10.812	11.812	11.53
1991	10.812	11.812	11.79
1992	11.312	11.312	11.31
1993	8.812	10.812	10.48

Source : Statistiques financière, la banque centrale.

يتبين من الجدول أن معدلات فائدة السوق النقدية تتقلب ضمن فرشة المعدلات الموجهة والمحددة من قبل البنك المركزي التونسي، الأمر الذي يدل على أن هذا الأخير قد استطاع توجيه السوق من خلال تطبيق أدوات جديدة (أدوات سياسة نقدية غير مباشرة)، فضلا عن إعادة تمويله للبنوك التي تعاني من عجز في السيولة البنكية في تلك المرحلة.

بالإضافة إلى ذلك أن كل تقلب أو تغيير حساس في معدل الفائدة في السوق النقدية سيؤثر على معدلات الفائدة المطبقة من قبل البنوك، ففي إطار تحرير معدلات الفائدة أصبحت المعدلات المدينة (باستثناء المعدلات المطبقة على القطاعات ذات الأولوية) تتحدد بشكل حر من قبل البنوك وبحد أقصى ثلاث نقاط مئوية مضافة إلى المعدل المتوسط للشهر السابق للسوق النقدية .

أما المعدلات الدائنة فإن البنك المركزي قد قام بتوحيد المكافأة على الودائع الإيداعية لدى البنوك بما في ذلك معدلات الفائدة المطبقة على الودائع بالدينار التونسي القابل للتحويل لفائدة الأشخاص الطبيعيين التونسيين المقيمين بالخارج، حيث أصبحت المعدلات الدائنة تحدد بمعدل أدنى بنقطتين بنسبة مئوية من المعدل المتوسط للسوق النقدية.

جدول رقم (58): تطور معدلات الفائدة الدائنة والمدينة (88-93)

السنوات	1988	1989	1990	1991	1992	1993
معدلات فائدة الدائنة	07.15	07.1425	9.53	9.79	9.31	8.48
معدل فائدة السوق النقدية	9.15	9.4	11.53	11.79	11.31	10.48
معدل الفائدة المدينة	12.15	12.40	14.53	14.79	14.31	13.48

Source : B.C.T

وتجدر الإشارة إلى أن السياسة النقدية التي تبناها البنك المركزي التونسي في تلك الحقبة تهدف إلى المحافظة على قيمة العملة، بالتحكم في معدل التضخم ، حيث تم استخدام نمو الكتلة النقدية M2 ومعدل الفائدة كأهداف وسيطة لتحقيق نمو اقتصادي مقبول.

أين يتم ربط نمو الكتلة النقدية M2 بشكل سنوي بنمو الناتج الداخلي الخام PIB، ومن ثمة ضمان ترشيد المتغيرات الحقيقية والأسعار من خلال الرقابة على المجمعات النقدية ومقابلاتها خصوصا المساعدات الموجهة للاقتصاد.

الفرع الثالث: أدوات التداول في السوق.

لقد تم تدعيم حركية السوق النقدية بإصدار أدوات مالية جديدة منذ سنة 1989.

أولاً: شهادات الإيداع: منذ دخولها إلى السوق النقدية عرفت شهادات الإيداع تطورا هاما، وقبل إصدار هذا النوع الجديد من الأوراق لم يكن للهيئات الكبرى ذات الفائض من السيولة إمكانية التدخل في السوق النقدية، كما أنها كانت مجبرة على إيداع فائض خزيتها لدى البنوك في حسابات لأجل منخفضة المكافأة .

لذلك توجب إنشاء أوراق مالية نسبيا أكثر جذبا من الودائع لأجل حتى يمكن لغالبية كبار المودعين مثل شركات التأمين والمؤسسات البترولية ، أن تقرر تخصيص جزء من ودائعها للاكتتاب في شهادات الإيداع. وفي الواقع وجدت البنوك نفسها مجبرة على تنفيذ تحويلات على الودائع لأجل مقابل إصدار شهادات الإيداع تحمل مكافأة بمعدل يفوق في الغالب معدل الودائع لأجل، الأمر الذي يزيد من إخلاص وولاء الزبائن للبنك. وتجدر الإشارة إلى أن كبار الهيئات كانت بمثابة المؤسسات الوحيدة التي تستفيد من ميزة التدخل في السوق النقدية من خلال اللجوء إلى شهادات الإيداع ، ففي الواقع تثبتت القيمة الاسمية عند مبلغ أدنى 500.000 دينار، قد أبعد جزء كبير من المودعين من إمكانية الاكتتاب في شهادات الإيداع بسبب عدم القدرة على تعبئة ذلك المبلغ. وتتبع هذه الحقيقة من بنية الاقتصاد التونسي الذي يعتمد بشكل أساسي على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لإقامة قاعدة مالية¹.

¹ – ABDERRAOUF GHARBI, analyse de l'adaptation du marché monétaire tunisien aux conditions de la dérèglementation , mémoire pour l'obtention du diplôme d'études approfondies, Faculte des sciences économiques de Gestion de Tunis, université de tunis 3,1993,P 117.

وبالتالي لم تساهم شهادات الإيداع في بداية إصدارها بشكل كاف في حيوية السوق النقدية، كما أن عدم وجود سوق ثانوية لهذه الشهادات في بداية إصدارها وبالتالي عدم إمكانية تداول هذا الأصل المالي. وفي سنة 1991 تم رفع الأجل الأدنى لشهادات الإيداع من 10 أيام إلى ثلاثة أشهر (حسب المادة 03 من المنشور رقم 91-08 المؤرخ في 1991/08/29 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية)، وهذا الإجراء الذي من شأنه أن يحد من نمو الكتلة النقدية ، ظهر بشكل غير ملائم مع إحدى أهداف إنشاء شهادات الإيداع وهو تشجيع المؤسسات على تحسين تسيير خزينتها لأجل قصير، حيث نجد أن المكنتب في شهادات الإيداع يكون مجبر أن ينتظر إلى غاية تاريخ الاستحقاق حتى يتمكن من تعبئة أمواله، وهذا وفق المادة 03 من المنشور رقم 89-14 المؤرخ في 17 ماي 1989 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية : هذه الشهادات لا يمكن أن تسدد مسبقا ولا يعاد شراؤها من قبل مؤسسة الإصدار، كما لا تستوجب علاوة تسديد.

وبتخفيض الحد الأدنى للقيمة الاسمية لشهادات الإيداع من 500.000 دينار إلى 100.000 دينار ثم إلى 50.000 دينار ، زاد عدد المؤسسات التي لها إمكانية الاكتتاب في شهادات الإيداع. ويبين الجدول الموالي تطور مبالغ شهادات الإيداع:

جدول رقم (59): تطور مبالغ شهادات الإيداع(88-93) الوحدة : مليون دينار

	1993	1992	1991	1990	1989	1988
جانفي	72.5	93.5	265.0	285.5	143.5	68.5
فيفري	72.5	99.0	225.0	323.0	175.5	75.0
مارس	62.0	97.0	147.5	307.5	183.0	92.5
أفريل	52.5	89.5	143.5	289.5	206.5	136.5
ماي	42.5	113.0	104.5	293.5	219.5	143.5
جوان	32.5	86.5	97.0	281.5	215.0	130.0
جويلية	—	104.5	78.5	367.0	180.5	142.0
اوت	—	96.5	81.0	552.5	210.0	162.5
سبتمبر	—	97.0	85.0	348.5	299.5	170.5
أكتوبر	—	100.0	90.0	413.0	245.0	172.5
نوفمبر	—	81.0	125.0	414.5	253.0	160.5
ديسمبر	—	84.5	89.5	196.5	192.0	128.5

Source : Statistique Financières BCT.

ثانيا:أوراق الخزينة (سندات الصندوق)

ظهرت هذه السندات لتسهيل وتشجيع التمويل المباشر لاحتياجات المؤسسات والتخفيف من عبء استدانة هذه الأخيرة لدى النظام البنكي وفي نفس الوقت تسمح للبنوك بتخفيض التزاماتها والتهيئة

للدخول في مرحلة اللامساواة مالية. حيث تشكل هذه السندات أداة دعم للاقتراض الذي تلجأ إليه المؤسسات في السوق النقدية.

ومثلما ذكرنا سابقا تتضمن هذه الأداة ثلاثة أطراف المصدر (المقترض) والمكتتب (الجهة المقرضة)، والبنك الوسيط الذي يتدخل بشكل إجباري في سندات الصندوق، وما يزيد من قابلية تداول هذه السندات في السوق وظهورها كأداة معززة ، وجود شروط ينبغي توفرها في المؤسسات التي تصدر السندات، بالإضافة إلى ذلك وفيما يتعلق بالخطر فإن البنك ملزم بالتأمين ضد الخطر سواء من خلال:

- ضمان احتياطي لضمان التسديد لفائدة المكتتب في حالة فشل المصدر في تاريخ الاستحقاق.
- أو من خلال تقديم خط بديل لضمان تجديد سندات الصندوق في حالة عدم وجود سيولة في السوق النقدية.

إلا أن هذه الحالة المذكورة في المادة 07 من المنشور رقم 89-14 المؤرخ في 17 ماي 1989 المتعلق بتنظيم السوق النقدية تثير جدلا عندما يقدم الضمان الاحتياطي كتأمين للمكتتب ضد عدم ملاء المصدر ، فإن الخط البديل يمنح كتأمين للمصدر لضمان تجديد سندات الصندوق. كذلك لم تسمح أداة التمويل هذه بشكل كافٍ بتخفيض الأعباء المالية للمصدر لأن البنوك تطلب عمولات على الضمان الاحتياطي تصل إلى 03% ، وهذا ما أدى إلى ارتفاع الأعباء المالية لمصدري هذه السندات. ومع ذلك فقد ساهمت هذه السندات في توسيع السوق النقدية التونسية خاصة وأن التعديلات (شروط الإصدار) التي تمت على السندات من شأنها تلبية احتياجات جميع الأطراف.

جدول رقم(60): تطور مبالغ اوراق الخزينة (سندات الصندوق) 1988-1993 الوحدة : مليون دينار

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
جانفي	-	-	27.6	267.5	510.0	393.7
فيفري	-	-	29.4	319.0	384.5	377.3
مارس	-	-	38.1	288.7	342.8	353.9
أفريل	-	-	89.4	305.8	322.8	267.0
ماي	-	-	92.9	371.7	336.8	275.0
جوان	-	-	122.0	361.6	313.3	276.0
جويلية	-	-	132.8	323.5	321.3	-
اوت	-	-	145.9	314.9	320.3	-
سبتمبر	-	-	155.4	458.6	324.1	-
أكتوبر	-	-	246.6	494.7	353.9	-
نوفمبر	-	-	305.4	482.3	394.7	-
ديسمبر	-	54.4	233.5	499.6	449.1	-

Source : Statistique Financière BCT.

إنطلاقاً من الجدول يمكن القول أن الإرتفاع التدريجي في مبالغ أوراق الخزينة يبين أن هناك رغبة في إنشاء سوق ما بين المؤسسات لتمويل هذه الأخيرة كقسم من السوق النقدية الموسعة ، كما تلعب هذه السندات دور رئيسي في تعبئة الإدخار المحلي لتستفيد منه المؤسسات في شكل قروض عبر قناة التمويل المتمثلة في السوق النقدية.

ثالثاً:رقاع الخزينة.

إن إصدار رقاع الخزينة منذ سنة 1989 قد دعم حركية السوق النقدية التونسية، وقد ظهرت هذه الأذونات لتحل محل سندات التجهيز في إطار تمويل ميزانية الدولة. ويجبر هذا الإجراء الجديد الدولة على أن تتمول بمعدل السوق النقدية،ولتلبية احتياجاتها التمويلية المتزايدة شيئاً فشيئاً لجأت الخزينة العمومية منذ سنة 1989 إلى إصدار عدة أنواع من رقاع الخزينة. فضلاً عن هذه الأدوات المالية الجديدة قد أثبتت فعاليتها في امتصاص نمو سيولة الاقتصاد. وبالنسبة للبنوك فقد سمح إصدار رقاع الخزينة بتخفيف عبئها جزئياً في تمويل الدولة مع إمكانية تسيلها فوراً وبدون خسارة في الغالب.

جدول رقم(61): تطور مبالغ رقاع الخزينة1988-1993
الوحدة : مليون دينار

	1993	1992	1991	1990	1989	1988
جانفي	1012.3	727.7	442.2	167.7	-	-
فيفري	1034.3	656.7	412.1	148.5	-	-
مارس	1146.1	711.6	503.7	169.4	-	-
أفريل	1270.3	772.8	554.6	174.4	-	-
ماي	1306.4	709.7	586.9	223.9	-	-
جوان	1293.4	824.0	632.1	234.9	-	-
جويلية	-	849.9	637.6	258.8	-	-
اوت	-	829.6	634.1	289.8	-	-
سبتمبر	-	857.4	670.6	155.4	-	-
أكتوبر	-	834.2	672.7	246.6	-	-
نوفمبر	-	811.3	663.3	305.4	-	-
ديسمبر	-	985.1	803.2	448.3	171.7	-

Source : Statistique Financières BCT.

الفرع الرابع: توسيع السوق النقدية بمتدخلين جدد.

لقد وجدت البنوك العاملة في السوق النقدية التونسية (إلى جانب البنك المركزي) صعوبات في الملاءمة بين مواردها واحتياجات التمويل، خاصة أمام تباطؤ وتيرة نمو الإدخار وزيادة لجوء الدولة إلى النظام البنكي لتمويل عجز موازنتها. وقد جرت مثل هذه الظروف إلى اتجاهات تضخمية ، خاصة

مع لجوء السلطات النقدية إلى الإنشاء النقدي لإشباع احتياجات إعادة تمويل البنوك، الأمر الذي أدى إلى ضرورة إدخال مخطط تمويلي للتنمية مع لجوء قليل للإنشاء النقدي .

وهذا من خلال توسيع السوق النقدية بأعوان اقتصاديين آخرين بهدف:

- تشجيع التمويل المباشر للاحتياجات، ويستدعي ذلك تحسين مكافأة الإدخار وتخفيض الأعباء المالية في ظل اللامساواة المالية.

- تفعيل حركية السوق النقدية ، خاصة في ظل وجود جزء كبير من الفوائض والاحتياجات لرؤوس الأموال.

لذلك بادرت السلطات النقدية التونسية إلى إعادة تنظيم السوق النقدية بتوسيعها بمتدخلين جدد، وذلك بفتح السوق للبنوك والمؤسسات وكل الهيئات الأخرى ، وهذا وفق المادة الأولى من المنشور رقم 89-14 المؤرخ في 17 ماي 1989 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية.

الفرع الخامس:دراسة لوضعية السوق النقدية التونسية خلال سنة 2000

أولاً:سوق ما بين البنوك خلال سنة 2000.

لقد تراجعت الحاجيات الصافية للبنوك من السيولة في السوق في أوت 2000 إلى 405ملايين بعد أن بلغت 594 مليون في شهر جويلية، ويعزى هذا التطور إلى تراجع الطلب (847مليون مقابل 952 مليون) الذي تزامن مع انتعاش العرض (442 مليون دينار مقابل 385 مليون).¹ بلغت مبادلات السيولة في سوق ما بين البنوك حجما وسطيا قدره 494 مليون دينار خلال شهر سبتمبر 2000، أي بزيادة تعادل 25 مليون دينار مقارنة مع الشهر السابق، وشملت الزيادة المسجلة من شهر لآخر العمليات لأجل (14مليون دينار) والعمليات ليوم واحد (11 مليون دينار).² أما في شهر أكتوبر من نفس السنة فقد تراجع الحجم الوسطي لمبادلات السيولة إلى 487 مليون دينار، منها 84 مليون دينار في شكل عمليات ليوم واح و403 ملايين كعمليات لأجل.³ ونظرا لتقلص السيولة المتوفرة لدى البنوك ذات الفائض (-31 مليون دينار) وازدياد حاجيات البنوك ذات العجز المستمر(+99مليون دينار)، تراجع الحجم الوسطي لمبادلات السيولة في السوق، خلال شهر نوفمبر من نفس السنة، إلى 460مليون.⁴

¹ -نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 09، سنة 2000 ص14.

² - نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 10، سنة 2000 ص14.

³ -نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 11، سنة 2000 ص14.

⁴ - نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 12، سنة 2000 ص14.

ثانيا: عوامل السيولة البنكية.

جدول رقم (62): تطور عوامل السيولة البنكية سنة 2000

الوحدة مليون دينار

المسمى	أوت 2000	سبتمبر 2000	أكتوبر 2000	نوفمبر 2000	ديسمبر 2000
— الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة.	2289-	2239-	2180-	2172-	2268-
— حاصل الحساب الجاري للخرينة.	367-	291-	162-	241-	163-
— الموجودات الصافية من العملة الأجنبية.	4242 +	2480+	2522+	2464+	2368+
— الإحتياطيات الإجبارية.					
— عوامل أخرى.					
— مجموع العوامل.	197-	171-	227-	176-	192-
— مجموع المساعدات.	87-	122-	133-	184-	212-
— تدخل البنك المركزي في السوق النقدية.	498-	343-	180-	309-	467-
— تسبقة خاصة.	498+	343+	180+	309+	467+
	405+	250+	87+	216+	383+
	93+	93+	-	-	-

المصدر: نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 09 ص 14، العدد 10 ص 14، العدد 11 ص 14، العدد 12 ص 14، العدد 13 ص 15.

على امتداد الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2000، أثرت عوامل السيولة البنكية بشكل تقييدي على أموال البنوك، الأمر الذي دفع بالبنك المركزي إلى التدخل في السوق النقدية لضخ السيولة اللازمة.

ثالثا: تدخلات البنك المركزي التونسي وتقييمها في السوق سنة 2000.

على امتداد الأشهر الثمانية الأولى سلطت جملة عوامل السيولة البنكية، أثرا تقييديا على الأموال الحاضرة للبنوك، الأمر الذي ألزم البنك المركزي التونسي في شهر أوت بطرح خمسة طلبات عروض موجبة بمبالغ تراوحت بين 350 مليون و 637 مليون دينار، أي بمعدل 453 مليون دينار، وبمستوى يقل عن الشهر السابق بـ 83 مليون دينار. وقد شمل تدخل معهد الإصدار في المجموع حجم وسطي قدره 383 مليون دينار في شهر ديسمبر 2000 أي بزيادة قدرها 167 مليون دينار عن الشهر السابق.

وكتقييم لتدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية خلال سنة 2000، يمكن القول أنه قد سار بصفة متباينة تبعا لتطور الأموال الجاهزة في البنوك.

وجدير بالذكر أن الاتحاد الدولي للبنوك سدد يوم 29 ديسمبر 2000 بصفة مسبقة وكلية التسبقة الخاصة الممنوحة من قبل البنك المركزي التونسي في سنة 1992 على مدى 25 عاما.¹

¹-نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 13، سنة 2001، ص 15.

وقد كان لمعهد الإصدار خلال الربع الأول من السنة أن يطرح طلبات عروض سائلة استكملها أحيانا بعمليات ظرفية لاسترجاع فوائض السيولة المتوفرة في السوق النقدية التي بلغت في المعدل 258 مليون دينار. وقد انعكس الوضع بداية من شهر أفريل وتواصل التقلص حتى نهاية السنة، الأمر الذي دفع معهد الإصدار إلى القيام بعملية إعادة التمويل للبنوك.

وقد تكثف تدخل البنك المركزي في شهري جويلية وأوت 2000 حيث بلغ حجمه الوسطي 594 مليون و 405 ملايين دينار على التوالي. كما وصل تدخل معهد الإصدار بالنسبة لكامل السنة حجما وسطيا قدره 157 مليون دينار مقابل 125 مليون سنة 1999.

كما استطاع معهد الإصدار تحقيق استقرار في نسبة التضخم في حدود 3% خلال سنة 2000.

المبحث الثالث: السوق النقدية التونسية ودورها التمويلي من سنة 2001-2011

شهدت السوق النقدية خلال هذه الفترة تطورات في بنيتها وتوسعها، بالإضافة إلى العوامل التي تؤثر على السيولة البنكية فيها الأمر الذي دفع بالبنك المركزي إلى توسيع تدخلاته حتى يتمكن من تنظيم السيولة في السوق.

المطلب الأول: اتجاه السوق النقدية التونسية (2001-2002)

الفرع الأول : السوق النقدية سنة 2001:

أولا: سوق ما بين البنوك:

خلال الربع الأخير من سنة 2001 كثف معهد الإصدار تدخلاته في السوق، وهذا كنتيجة لارتفاع حاجيات البنوك ذات العجز الذي تجاوز بكثير ازدياد عرض البنوك ذات الفائض وتدعمت في هذا الربع الأخير مبادلات السيولة التي شهدت انتعاشا خلال الربع الثالث من سنة 2001، ولولا انخفاض العمليات لأجل (-6.8 مليون دينار) لكان هذا التطور الراجع أساسا إلى ازدياد العمليات ليوم واحد (+35.4 مليون دينار) أكثر أهمية.

وبلغت نسبة الفائدة الوسطية السارية في السوق، والتي تقدمت بـ $\frac{1}{16}$ نقطة، 5.9375% خلال شهر جانفي 2001، مقابل 5.8750% في شهر ديسمبر 2000، علما بأنها بلغت مستواها الأقصى أي 6.0625% يومي 10 و 11 جانفي. وخلال الربع الثالث من سنة 2001، استقرت نسبة الفائدة الوسطية في مستوى 6.0625% أي بزيادة $\frac{1}{16}$ نقطة مئوية عن شهر جوان. ثم تراجع نسبة الفائدة في شهر أكتوبر 2001 من 6% إلى 5.9375% في كل من شهر نوفمبر وديسمبر 2001 كنتيجة لتقلبات السيولة البنكية وتدخلات معهد الإصدار في السوق.

• ثانيا: السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي التونسي:

1- السيولة البنكية:

جدول رقم (63): تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2001 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة	2312-	2391-	2540-	2501-
حاصل الحساب الجاري للخرينة	149-	291-	182-	183-
الموجودات الصافية من العملة الأجنبية	1693+	2325+	2493+	2384+
الإحتياطيات الإجبارية	85-	212-	219-	240-
عوامل أخرى	97-	262-	281-	283-
مجموع العوامل	171-	772-	729-	823-
مجموع المساعدات	847+	831+	-	-
منها:				
تدخل البنك المركزي في السوق النقدية	847+	831+	729+	823+

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 12 ص 12، العدد 15 ص 12، العدد 17 ص 11، العدد 16 ص 12، العدد 18 ص 13، العدد 19 ص 13، العدد 21 ص 15، 2002/2001.

من الجدول أعلاه نجد أن عوامل السيولة البنكية كانت كالتالي:

- الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة:

خلال الربع الثالث من سنة 2001 شهد القوائم المذكور ازديادا ملحوظا حيث ارتفع إلى مستوى وسطي بـ 2540 مليون دينار الأمر الذي قلص من حجم السيولة بمقدار 259 مليون دينار، ويعزى هذا التطور إلى تزايد نفقات العائلات وكثافة الصرف اليديوي المسجل خلال هذه الفترة تبعا لتدفق السياح والتونسيين المقيمين بالخارج¹، ففي شهر جويلية تصاعد هذا القوائم خلال الموسم الصيفي ليقلص من حجم السيولة البنكية بمبلغ 220 مليون دينار.

- حاصل الحساب الجاري لخرينة:

ساهم هذا القوائم في تحسين السيولة البنكية بمقدار 68 مليون دينار في شهر جانفي 2001، كما سلط القوائم المذكور أثرا توسعيا على السيولة بـ 31 مليون دينار في شهر فيفري من نفس السنة، ولولا تحصيل الخزينة العمومية القسط الراجع للدولة من أرباح البنك المركزي 165 مليون دينار لكان هذا التطور أكثر حدة. وقد مكن تحصيل اقتراض "اليان الجملي" بمبلغ 20 مليار يان (225.3 مليون دينار) من رفع مستوى الحاصل إلى 336 مليون دينار يوم 15 من شهر مارس².

¹ - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 20، سنة 2001، ص 14.

² - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 16، مرجع سابق، ص 11.

-الموجودات الصافية من العملة الأجنبية:

تم تعبئة موارد اقتراض خارجية هامة خلال الاشهر الخمسة الأولى من سنة 2001 عكس الفترة المماثلة من سنة 2000¹، كما ساهمت هذه الموجودات في توسع السيولة البنكية بـ 274 مليون دينار، ويعزى هذا التطور خاصة إلى ارتفاع مداخيل السياحة وقيام الدولة بتعبئة موارد خارجية .

ثالثاً: تدخلات البنك المركزي التونسي و تقييمها في السوق.

جدول رقم (64): تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق خلال سنة 2001 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الأخير
نداءات العروض	717	656	556.6	413.6
عمليات أخذ بالأمانة	114.7	136.6	168	159.3
شراء رقايع الخزينة لمدة 03 أشهر (وفق عملية الأمانة)	-	-	-	110.3
عمليات ظرفية: حقن صافي (+) سحب (-)	3.3+	10.9+	4.1+	63.1+
إجمالي تدخلات معهد الإصدار	847	831	729	823

المصدر: -نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 12، 15، 17، 16، 18، مرجع سابق، 2001.

- احصائيات مالية ، البنك المركزي التونسي ، العدد 137، ص 44، سنة 2001.

انطلاقاً من الجدول أعلاه يمكن القول:

تواصل تقلص السيولة في السوق النقدية ، دفع البنك المركزي إلى التدخل بمبلغ وسطي قدره 847 مليون خلال الربع الأول ، فخلال شهر جانفي سنة 2001 طرح معهد الإصدار خمسة نداءات عروض بمبالغ تراوحت بين 480 مليون و 751 مليون دينار، أي بمعدل 594 مليون دينار. كما تم في شهر جانفي تنفيذ عمليات أخذ كأمانة من طرف معهد الإصدار بمبلغ وسطي قدره 92 مليون دينار وعمليات ظرفية بمبالغ ضعيفة نسبياً، وكل هذه الإجراءات تهدف إلى تدعيم سيولة البنوك في السوق النقدية. كذلك في شهر مارس من نفس السنة كثف معهد الإصدار تدخلاته لسد حاجيات الجهاز البنكي من السيولة خاصة بسبب زيادة قائم حجم الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة وتناقص الموجودات الصافية من العملة الأجنبية ، وفي هذا الإطار تم طرح أربعة نداءات عروض خلال شهر مارس 2001 بمبالغ تراوحت بين 686 مليون و 1170 مليون دينار، وبمعدل وسطي قدره 837 مليون دينار.²

وتجدر الإشارة إلى أن معهد الإصدار قد قام في إطار تنويع صيغ تدخله في السوق النقدية خلال الربع الأخير من سنة 2001، بعمليات شراء رقايع الخزينة لمدة ثلاثة أشهر مع التعهد بإعادة بيعها، وقد تمت

¹المرجع نفسه، ص12

²-نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 16، مرجع سابق، ص12

أول عملية من هذا النوع يوم 06 نوفمبر 2001 بمبلغ 281 مليون دينار تلتها عملية ثانية بـ 50 مليون دينار يوم 04 ديسمبر 2001.

وكتقييم لتدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية خلال سنة 2001 فإنه سار أيضا بصفة متباعدة لتطور السيولة في السوق، كنتيجة لتطور عواملها (عوامل السيولة)، حيث تقلبت تدخلات معهد الإصدار في السوق لضخ السيولة ضمن مجال 594.3 مليون دينار و 1014 مليون دينار. فقد احتد تقلص السيولة البنكية في الربعين الأول والثاني من سنة 2001 ثم تراجع خلال الربع الثالث، إلا أنه تقلص مرة أخرى في الربع الأخير من سنة 2001.

ومثل هذه الوضعية دفعت معهد الإصدار إلى تنويع تدخلاته في السوق، حيث قام بعمليات شراء لرقاع الخزينة لمدة ثلاثة أشهر مع التعهد بإعادة بيعها، وذلك لتدعيم تدخلاته في السوق. كما تمكن معهد الإصدار من فرض سيطرته على التضخم وتحقيق استقرار في حدود 1.9% في ديسمبر 2001.

الفرع الثاني: السوق النقدية التونسية سنة 2002:

أولاً: سوق ما بين البنوك:

في الربع الأول من سنة 2002 تدعمت مبادلات السيولة ما بين البنوك لتشمل مبلغ وسطي قدره 448.2 مليون دينار، مقابل 406.8 مليون في الربع الأخير من سنة 2001، وقد اتسم هذا الاتجاه بارتفاع العمليات ليوم واحد (+50.8 مليون دينار) بينما تراجعت العمليات لأجل بـ 9.4 مليون دينار. أما في الربع الثاني من سنة 2002 فقد تراجعت مبادلات السيولة في السوق النقدية مقارنة بالربع السابق (-65 مليون دينار) نتيجة للأثر المزدوج لانخفاض العمليات ليوم واحد (-20 مليون دينار) ولأجل (-45 مليون دينار)¹. وتميز الربع الثالث من سنة 2002 بزيادة عرض البنوك ذات الفائض وتراجع ملموس في حاجيات البنوك ذات العجز، حيث بلغت مبادلات السيولة فيما بين البنوك حجم وسطي قدره 346 مليون أي بانخفاض قدره 37 مليون، ويعزى هذا الاتجاه إلى تراجع المعاملات ليوم واحد (-21 مليون دينار) ولأجل (-16 مليون دينار)، وفي الربع الأخير تحسن عرض البنوك ذات الفائض بالتطافر مع تراجع طلب البنوك ذات الحاجة للسيولة.

واستقرت نسبة الفائدة في السوق في مستوى 5.9375% طوال الربع الأول من سنة 2002، أما في الربع الثاني من نفس السنة فقد استقرت نسبة الفائدة في مستوى 5.9375% وذلك رغم بعض التغيرات المسجلة خلال النشربة الأخيرة من شهر جوان حيث انحصرت بين 5.84375% و 5.96875%.

وفي الربع الثالث من سنة 2002 أدى يسر السيولة البنكية الذي ساد خلال الأشهر الأخيرة إلى انخفاض نسبة الفائدة الوسطية في السوق حيث تراجع مستواها من 5.96875% في شهر جويلية

¹ -نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 23، مرجع سابق، ص 15.

وأوت 2002 إلى 5.90625% في شهر سبتمبر.¹ وفي الربع الأخير من سنة 2002 تقبلت نسبة الفائدة في السوق ليوم واحد بين حد أدنى يساوي 5.84375% ومستوى أقصى قدره 5.96875% بنسبة وسطية تساوي 5.90625%.

ثانيا: السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي التونسي.

1- السيولة البنكية

جدول رقم (65): تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2002. الوحدة: مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة	2515-	2518-	2662-	2620-
حاصل الحساب الجاري للخرينة	263-	296-	279-	310-
الموجودات الصافية من العملة الأجنبية	2393+	2698+	2931+	3002+
حاصل الحساب الجاري للبنوك	245-	203-	173-	152-
عوامل أخرى	343-	814-	419-	328-
مجموع العوامل	973-	1133-	602-	408-
مجموع المساعدات	973+	1133+	602+	408+

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 22 ص 14، العدد 23 ص 15، العدد 24 ص 15، العدد 25 ص 15، 2003/2002.

إنطلاقاً من الجدول أعلاه نجد أن عوامل السيولة البنكية كان لها تأثير على السيولة وفق الآتي:

ـ الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة:

تواصل تقلص السيولة المسجل أثناء الربع الأخير من سنة 2001، خلال الربع الأول من سنة 2002. وقد ساهمت في ذلك كل عوامل السيولة باستثناء الموجودات الصافية من العملة الأجنبية. وفي هذا الإطار سلطت الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة التي بلغت 2515 مليون دينار في الربع الأول من سنة 2002 أثر تقييدي قدره 14 مليون دينار على السيولة البنكية وتجدر الإشارة أن أعلى مستوى لهذا العامل قد سجل يوم 21 فيفري وهو 2624 مليون نتيجة لإرتفاع نفقات العائلات بمناسبة عيد الأضحى المبارك.²

ـ حاصل الحساب الجاري للخرينة :

احتد خلال الربع الثاني من سنة 2002 تقلص السيولة البنكية كنتيجة للآثار النقدية التي سلطها خاصة حاصل الحساب الجاري للخرينة ،حيث ساهم هذا الأخير في تقليص السيولة بـ33

¹ -نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 24، مرجع سابق، ص 16

² -نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 22، مرجع سابق، ص 13

مليون دينار نتيجة بلوغه 296 مليون دينار ،مع العلم ان حاصل الحساب الجاري للخرينة قدبلغ خلال هذا الربع اعلي مستوي له اي 1069 مليون دينار وذلك تبعا لتحصيل الدولة قرضاً رقاعياً" الدولار الجملي " شهرأفريل بمبلغ 938 مليون دينار . وقد مكن صرف النفقات متزايدة ، خاصة بعنوان تسديد خدمة الدين العمومي من تخفيف حدة إرتفاع مستوى حاصل الحساب الجاري للخرينة ¹ . وأدى إنخفاض حاصل الحساب الجاري للخرينة بـ17 مليون دينار في الربع الثالث من سنة 2002 إلى تحسن بنفس المبلغ على مستوى السيولة البنكية .إلا أن إرتفاع حاصل الحساب الجاري للخرينة الذي بلغ 310 ملايين دينار خلال الربع الأخير من سنة 2002 ، قد سلط أثر تقييدي قدره 31 مليون دينار . وقد مكن تحصيل مقايض هامة ، خاصة الجبائية منها ، والإكتتاب في رقاع الخرينة الذي خف جزئياً بفعل النفقات المتعلقة بتسديد الدين العمومي الخاص ، حاصل الحساب الجاري للخرينة من بلوغ مستويات مرتفعة أي 477 مليون دينار يوم 27 ديسمبر 2002.

ـ الموجودات الصافية من العملة الأجنبية :

في الربع الأول من سنة 2002 أدى إرتفاع هذا القائم إلى تحسن السيولة البنكية بمبلغ 09 ملايين دينار. علما أن هذا القائم قد سلط أثر تقييدي هام بين شهري جانفي ومارس حيث تراجع من 2608 مليون دينار في جانفي إلى 2158 مليون في مارس تبعاً للمصاريف الهامة بعنوان خدمة الدين و الواردات. وخلال الربع الثاني من سنة 2002 سلط هذا القائم أثر توسعي على السيولة البنكية بـ 305 ملايين دينار نتيجة بلوغه 2698 مليون دينار ، وإتسم بسحب القرض الرقاعي السالف الذكر وتحصيل القسط الأول من المداخل بعنوان التقويت في رخصة إستغلال الهاتف الجوال بمبلغ 328 مليون دينار المسجل خلال شهر ماي 2002، وارتفعت الموجودات الصافية من العملة إلى أعلى مستوى لها يوم 19 جوان أي 3121 مليون دينار.

وقد أدى انتقال هذا القائم خلال الربع الثالث إلى 2931 مليون دينار إلى زيادة السيولة البنكية بمقدار 233 مليون دينار، وهذا الأثر ناتج أساسا عن تحسن المقايض السياحية وعن السحوبات من القروض الخارجية، مع العلم أنه تم تسجيل ذروة يوم 30 أوت 2002 في مستوى 3066 مليون دينار.² وفي الربع الأخير ارتفع هذاالقائم بمبلغ 71 مليون دينار، ليسلط أثر توسعي بنفس المبلغ على السيولة البنكية ،وسبب هذه الزيادة تحصيل سحوبات من قروض خارجية خاصة من البنك الأوروبي للاستثمار (89 مليون دينار)، والبنك الإفريقي للتنمية (35 مليون دينار) وقرض مجمع أبرمته الشركة التونسية للأنشطة البترولية وقرض لفائدة تونس الجوية ، وكذلك تحصيل ناتج تخصيص الاتحاد الدولي للبنوك.

¹ -نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 23 ،مرجع سابق،ص14

² -نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 24 ،مرجع سابق،ص15

- حاصل الحساب الجاري للبنوك:

لقد مارس هذا الحاصل لدى البنك المركزي أثر تقييدي على السيولة البنكية بـ 8 ملايين دينار نتيجة ارتفاعه إلى 245 مليون دينار خلال الربع الأول من سنة 2002. وفي الربع الثاني من نفس السنة ساهم هذا الحاصل في تحسين السيولة البنكية بـ 42 مليون دينار نتيجة لانخفاضه إلى 203 مليون دينار. وإلى زيادة قدرها 30 مليون دينار على السيولة نتيجة بلوغه 173 مليون خلال الربع الثالث. أما الربع الأخير من نفس السنة فقد تسجيل تراجعاً في حجم هذا الحاصل (152 مليون دينار)، الأمر الذي أدى إلى زيادة السيولة البنكية بمقدار 21 مليون دينار.

2- تدخلات البنك المركزي التونسي وتقييمها في السوق :

جدول رقم (66): تدخلات مؤسسة الإصدار في السوق خلال سنة 2002 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
نداءات العروض	452.9	536	280	210
عمليات أخذ بالأمانة	67.2	56	15	02
شراء رفاع الخزينة لمدة 03 أشهر (وفق عملية الأمانة)	452.4	548	321	199
عمليات ظرفية: حقن صافي (+) سحب (-)	-	7-	15-	3-
إجمالي تدخلات معهد الإصدار	972.5	1133	601	408

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 22، 23، 24، 25، مرجع سابق، 2003/2002.

نشير في البداية أنه تم تنقيح الإطار القانوني للسوق النقدية والمتعلق بمدة عمليات الأخذ كأمانة من قبل معهد الإصدار فابتداءً من يوم 02 جانفي 2002، يمكن للبنوك اللجوء إلى إعادة التمويل لدى معهد الإصدار وذلك عن طريق عمليات الأخذ كأمانة تتراوح آجالها بين يوم واحد وسبعة أيام مقابل مدة واحدة بسبعة أيام في السابق.¹

كما أنه خلال الربع الأول من السنة تدعم تدخل معهد الإصدار في السوق لتلبية حاجيات البنوك المتزايدة من السيولة، حيث قام بطرح نداءات عروض موجبة بمعدل قدره 452.9 مليون دينار، وقد تم تسديد باقي حاجيات البنوك من السيولة خاصة من خلال طرح عمليات أخذ بالأمانة لمدة تتراوح بين يوم واحد وسبعة أيام بمبلغ وسطي قدره 67.2 مليون دينار.

كما بلغت عمليات شراء رفاع الخزينة لمدة ثلاثة أشهر مع التعهد بإعادة بيعها مبلغاً وسطاً قدره 452.4 مليون دينار خلال الربع الأول من نفس السنة، وأنه تم في جانفي وفري ومارس طرح ثلاثة

¹ - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 22، مرجع سابق، ص 14.

عمليات من هذا النوع بمبالغ قدرها 120 مليون دينار و 230 مليون دينار و 168.2 مليون دينار على التوالي ، مما جعل قائم هذه العمليات يرتفع إلى 518.2 مليون دينار في نهاية مارس. وفي الربع الثاني من سنة 2002 اتسمت السوق النقدية بالارتفاع الهام لحاجيات البنوك ذات العجز ، خاصة شهري أبريل وماي ، الذي تزامن مع تقلص عرض السيولة من قبل البنوك ذات الفائض ، وفي هذا السياق طرح معهد الإصدار خلال هذا الربع نداءات عروض موجبة بمعدل قدره 536 مليون دينار ، وقد تم تسديد باقي حاجيات البنوك من السيولة خاصة من خلال طرح عمليات أخذ بالأمانة لمدة تتراوح بين يوم واحد وسبعة أيام بمبلغ وسطي قدره 56 مليون دينار.

كما انتقل في الربع الثاني من نفس السنة مبلغ عمليات شراء رفاع الخزينة لمدة ثلاثة أشهر مع التعهد بإعادة بيعها، من 452.4 إلى 548 مليون دينار ، مع العلم أن معهد الإصدار قد قام بعمليات استرجاع السيولة خلال شهر جوان 2002 وذلك خلال 5 أيام علما أنه لم يقد بأية عملية من هذا النوع منذ سنة 2001، وقد بلغ الحجم الواسطي لعمليات استرجاع السيولة 07 ملايين دينار خلال هذا الربع.

أما في الربع الثالث من سنة 2002 تراجعت تدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية والتي اقتصرت على مبلغ وسطي قدره 605 مليون دينار وهذا نتيجة تكثف عرض البنوك ذات الفائض والتراجع الملموس لحاجيات البنوك ذات العجز خلال هذا الربع.

وفي هذا السياق طرح معهد الإصدار خلال الربع الثالث من نفس السنة نداءات عروض شملت مبلغا وسطيا قدره 280 مليون دينار، وتم في نفس الوقت تسديد بقية حاجيات البنوك من السيولة خاصة من خلال عمليات أخذ كأمانة لمدة تتراوح بين يوم واحد وسبعة أيام بمبلغ وسطي قدره 15 مليون دينار. بالإضافة إلى عمليات شراء رفاع الخزينة لثلاثة أشهر مع التعهد بإعادة بيعها بمبلغ 321 مليون دينار مقابل 548 مليون دينار خلال الربع الثاني، مع الإشارة إلى أن قائم شراء رفاع الخزينة لثلاثة أشهر مع التعهد بإعادة بيعها، قد سجل أدنى مستوى له في نهاية شهر سبتمبر 2002 لينزل إلى 180 مليون دينار.

كذلك في هذا الربع (الربع الثالث) كان لمعهد الإصدار تدخلات ظرفية في السوق حيث تم استرداد صاف للسيولة قدره 15 مليون دينار.

وفي الربع الأخير من سنة 2002 أصبح اللجوء لإعادة التمويل من قبل البنوك لدى معهد الإصدار أقل أهمية من قبل، وهذا نتيجة لتحسن عرض البنوك ذات الفائض والذي تزامن مع تراجع طلب البنوك ذات الحاجة من السيولة. وفي هذا السياق طرح معهد الإصدار نداءات عروض بمبلغ وسطي قدره 210 مليون دينار، حيث تراوحت المبالغ المسندة بين حد أدنى بـ 50 مليون دينار تم تسجيله في شهر أكتوبر وحد أقصى يساوي 320 مليون دينار في شهري نوفمبر وديسمبر.

كما تضمنت تدخلات معهد الإصدار عمليات أخذ كأمانة تساوي مبلغ وسطي قدره 02 مليون دينار فقط مقابل 15 مليون دينار خلال الربع السابق.

وأيضاً خلال الربع الأخير من سنة 2002 نفذ معهد الإصدار عمليات ظرفية في شكل سحب للسيولة بمقدار وسطي يساوي 03 مليون دينار ، وعلى عكس الشهرين السابقين، حيث قام معهد الإصدار باسترداد السيولة ، تدخل هذا الأخير لحقن حجم وسطي قدره 22 مليون دينار لمدة 24 ساعة، في شهر ديسمبر وذلك لسد الحاجيات الظرفية للبنوك، كذلك في هذا الربع الأخير تم القيام بعمليات شراء رقاع الخزينة لمدة 03 أشهر مع التعهد بإعادة بيعها ، والتي قدرت بـ 199 مليون في الربع السابق، مع العلم أن قائم هذه العمليات قد تقلب خلال هذا الربع بين مستوى أدنى قدره 147.5 مليون دينار وحد أقصى يساوي 232 مليون دينار ، أما نسبة الفائدة الوسطية لهذه العمليات فبقيت في مستوى 6.125%.

وقد استطاع معهد الإصدار احتواء نسبة التضخم في حدود 2.8% لكامل سنة 2002.

المطلب الثاني: اتجاه السوق النقدية التونسية (2003-2005)

الفرع الأول: السوق النقدية التونسية سنة 2003

أولاً: سوق ما بين البنوك:

لقد أدى تحسن عرض البنوك ذات الفائض في السوق ما بين البنوك بالتضافر مع تراجع طلب البنوك ذات العجز، خلال الربع الثاني من سنة 2003 إلى لجوء أقل أهمية لإعادة التمويل لدى معهد الإصدار.

إلا أنه خلال الربع الأخير من نفس السنة، اتسمت سيولة البنوك بتراجع حاجيات البنوك ذات العجز وشبه ركود عرض البنوك ذات الفائض، الأمر الذي أدى إلى تقلص في تدخل معهد الإصدار في السوق.

وفي جانب آخر زادت العمليات ليوم واحد (+24 مليون دينار) فيما انخفضت العمليات لأجل (-42 مليون دينار).

وفيما يتعلق بمعدلات الفائدة في السوق، فقد تراوحت نسبة السوق ليوم واحد خلال الفترة من جانفي إلى جويلية 2003 بين مستوى أدنى يساوي 4.96875% وحد أقصى بـ 5.53125% وجدير بالذكر أنه تم التخفيض في نسبة طلبات العروض من 5.5% إلى 05% يوم 19 جوان 2003 وذلك قصد تحفيز الاستثمار وتحريك النشاط الاقتصادي في حين النسبة الوسطية للسوق التي استقرت في حدود 5.5% خلال شهري أفريل وماي 2003 فقد نزلت إلى 5.3125% في أشهر الموالي.

أما خلال الفترة الممتدة من جويلية إلى نهاية سنة 2003، فقد تراوحت نسبة الفائدة ليوم واحد في السوق بين 4.96875% و 5.03125% مع العلم أن النسبة الوسطية بقيت في مستوى 5% طيلة ربع سنة.¹

¹ - نشرية الطرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 29، سنة 2003، ص 16.

ثانيا: السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي التونسي:

1- السيولة البنكية:

جدول رقم (67): تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2003 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة	2695-	2700-	2872-	2787-
حاصل الحساب الجاري للخرينة	300-	340-	426-	417-
الموجودات الصافية من العملة الأجنبية	3229+	3187+	3313+	3388+
عوامل أخرى	529-	318-	315-	351-
مجموع العوامل الذاتية	295-	171-	300-	167-
حاصل الحساب الجاري للبنوك	159-	161-	174-	175-
مجموع العوامل	454-	332-	474-	342-
مجموع المساعدات	454+	332+	474	342
منها: تدخل البنك المركزي في السوق النقدية	-	-	454	324

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 27 ص12، العدد 32 ص15 سنة 2003.

لقد تحسنت سيولة البنوك مجددا في الربع الثاني من سنة 2003 وذلك بعد تقليصها الطفيف خلال الربع الأول واتسمت بالأثر التوسعي الذي مارسه باب "عوامل أخرى" ثم تميزت السيولة البنكية التي اتسمت بالآثار التوسعية التي سلطتها أغلبية العوامل الذاتية بتحسّن قدره 132 مليون دينار خلال الربع الأخير من سنة 2003 وذلك بعدما عرفت تقلصا بـ 142 مليون دينار في الربع الثالث.

وانطلاقا من الجدول أعلاه نجد أن عوامل السيولة البنكية كان لها تأثير على السيولة وفق الآتي:

- الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة:

ساهم هذا القائم من خلال بلوغه 2700 مليون دينار خلال الربع الثاني من سنة 2003 في تقليص سيولة البنوك بـ 5 ملايين دينار، مقابل تقلص بـ 75 مليون دينار خلال الربع الأول، كما سلط هذا القائم الذي تراجع من 2872 مليون دينار خلال الربع الثالث إلى 2787 مليون دينار في الربع الأخير، أثر توسعي على سيولة البنوك قدره 85 مليون دينار.

كما أن تكثيف السحوبات من قبل المؤسسات والعائلات لمواجهة مصاريف شهر رمضان قد رفعت من المبلغ الإجمالي للأوراق النقدية والمسكوكات في التداول خلال شهر نوفمبر حيث بلغ أعلى مستوى له بالنسبة لربع السنة أي 2922 مليون دينار يوم 24 من نفس الشهر الموافق لليلة عيد الفطر.

- حاصل الحساب الجاري للخرينة:

بارتفاع هذا القائم إلى 340 مليون دينار قلص من سيولة البنوك بمبلغ 40 مليون دينار مقابل توسع بـ 10 ملايين خلال الربع الأول من السنة.¹

مع العلم أن مستوى هذا الحاصل قد تراوح خلال الربع الأول والثاني بين حد أدنى يساوي 24 مليون دينار يوم 25 أفريل من خلال صرف نفقات هامة في شكل تسديد للدين العمومي ودفع الأجور ، وحد أقصى يساوي 539 مليون دينار يوم 12 جوان، وتعود الزيادة المسجلة إلى تحصيل مقابيض الضرائب والاكنتابات في رقاع الخزينة ، مع العلم أن الخزينة قد سحبت من حساب الحكومة خلال شهر أفريل مبالغ قدرها 156.1 مليون دينار و 55.3 مليون دينار و 171.5 مليون دينار و 78.7 مليون دينار على التوالي، وذلك بسبب المستويات المتدنية التي بلغها هذا القائم ولمواجهة النفقات المتزايدة في نهاية الشهر.

كما سلط هذا الحاصل الذي تراجع مستواه خلال الربع الأخير زيادة في سيولة البنوك بـ 09 ملايين دينار، مع العلم أن الخزينة قد قامت خلال الشهرين الأخيرين من السنة بإصدار رقاع الخزينة بمبلغ قدره 386 مليون دينار.

- الموجودات الصافية من العملة الأجنبية:

بتراجع هذا القائم إلى 3187 مليون دينار تقلصت سيولة البنوك مقابل أثر توسعي بـ 227 مليون دينار خلال الربع الأول ، ويعود ذلك الانخفاض المسجل إلى صرف نفقات متزايدة بعنوان تسديد الدين الخارجي.

وبإزدياد هذا القائم بين ربع سنة وآخر بـ 75 مليون دينار تحسنت سيولة البنوك بنفس المبلغ مع العلم أن هذا القائم قد تقلب خلال الربع الثالث والأخير بين 3245 مليون دينار و 3513 مليون دينار، وذلك إثر المسحوبات من القروض الخارجية وخاصة القسط الثالث من القرض الممنوح في إطار برنامج دعم القدرة التنافسية للاقتصاد بمبلغ 65.3 مليون دينار و 66.3 مليون دينار على التوالي تم تحصيلهما يومي 13 أكتوبر و 30 ديسمبر 2003 والقرض المجمع لفائدة بنك على الساحة بمبلغ 126.5 مليون دينار بتاريخ 11 نوفمبر 2003 والقرض الممنوح من البنك الإفريقي للتنمية بمبلغ 49.2 مليون دينار بتاريخ 31 ديسمبر 2003.

- حاصل الحساب الجاري للبنوك:

انطلاقا من الأثر الذي سلطته جملة العوامل الذاتية وحجم السيولة الذي ضخه معهد الإصدار 332 مليون دينار بلغ هذا الحاصل 161 مليون دينار خلال الربع الثاني من سنة 2003، وهو مستوى وسطي يتجاوز بقليل المستوى المسجل خلال الربع الأول من السنة.

¹ - نشرية الطرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 27، سنة 2003، ص 11.

ونتيجة لتطور العوامل الذاتية للسيولة البنكية وتدخل معهد الإصدار في السوق النقدية تغير حاصل الحساب الجاري للبنوك وبقي تقريبا في مستواه للربع الثالث أي 175 مليون دينار.

- عوامل أخرى:

تراجع هذا الباب إلى 318 مليون دينار خلال الربع الثاني من سنة 2003، وقدر مبلغ الانخفاض بـ 211 مليون دينار الأمر الذي ساهم في زيادة سيولة البنوك بنفس المبلغ مقابل تقلص بـ 201 مليون دينار في الربع الأول ويعود ذلك الانخفاض إلى استعمال جزء من الأموال المعبأة بعنوان الاقتراض بالأورو المبرم في شهر فيفري 2003 والمودعة في "حساب الحكومة".

2- تدخلات البنك المركزي التونسي وتقييمها في السوق:

جدول رقم (68): تدخلات مؤسسة الإصدار في السوق خلال سنة 2003 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
نداءات العروض	243	190	345	246
عمليات أخذ بالأمانة	-	-	-	-
شراء رفاع الخزينة	189	133	111	69
عمليات ظرفية	22+	3-	2-	9+
الشراء النهائي	-	12	20	18+
	454	332	474	342

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 27، العدد 32، مرجع سابق، سنة 2003.

لقد طرح معهد الإصدار نداءات عروض بحجم وسطي قدره 190 مليون دينار خلال الربع الثاني مقابل 243 مليون دينار في الربع الأول، حيث تقلبت المبالغ بين حد أدنى يساوي 85 مليون دينار وحد أقصى بـ 330 مليون دينار يومي 22 أبريل و 10 جوان على التوالي.

وتم تدعيم هذه الآلية من التدخل بعمليات شراء رفاع الخزينة لمدة 03 أشهر مع التعهد بإعادة بيعها والتي بلغ مستواها الوسطي خلال الربع الثاني 133 مليون دينار مقابل 189 مليون دينار في الربع الأول، كما تم القيام بين شهري أبريل وجوان 2003 بثلاثة إصدارات شملت مبالغ تراوحت بين 18 مليون دينار و 106 مليون دينار، بينما تراوحت التسديدات وعددها أربعة منها تسديد واحد قبل الأوان بين 3.7 ملايين و 60 مليون دينار.¹ وبلغت نسبة الفائدة لهذه العمليات في نهاية الربع الثاني 5.62500% مقابل 6.12500% في السابق.

وفيما يتعلق بالعمليات الظرفية فقد أسفرت عن استرجاع وسطي للسيولة قدره 03 ملايين دينار مقابل ضخ وسطي يساوي 22 مليون دينار خلال الربع الأول.

¹ - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 27، مرجع سابق، ص 12.

وتجدر الإشارة إلى أن معهد الإصدار في إطار تنويع أدوات السياسة النقدية، قام بطرح أولى عمليات الشراء النهائي لرقاع الخزينة يوم 29 أبريل 2003 بمبلغ 15.6 مليون دينار وتلت هذه المبادرة عملية أخرى يوم 27 ماي 2003 بما رفع قائم هذه العمليات إلى 18.5 مليون دينار مع العلم أن القائم الواسطي لهذه الآلية من التمويل بلغ 12 مليون دينار.

أما القائم الواسطي لشراء رقااع الخزينة لمدة 03 أشهر مع التعهد بإعادة بيعها فقد سجل انخفاضا، حيث تراجع من 111 مليون دينار خلال الربع الثالث إلى 69 مليون دينار خلال الربع الأخير.

وانتعث قائم نهاية الفترة لهذه الرقااع الذي شهد انخفاضا بـ 10 ملايين دينار في شهر نوفمبر، حيث نزل إلى 58 مليون دينار في شهر ديسمبر ليرتفع إلى 165 مليون دينار علما بأن شراعات رقااع الخزينة لثلاثة أشهر خلال هذا الشهر، بلغت 146 مليون دينار فيما اقتصرت التسديدات على 39 مليون دينار، كما أن نسبة شراء هذه الرقااع فضلت في نفس المستوى أي 5.09375% وذلك منذ شهر جويلية¹.

كما تم القيام خلال الربع الثالث والأخير بعمليات ظرفية تهدف إلى تعديل دقيق للسيولة، أدت إلى حقن مبلغ صاف قدره 09 مليون دينار مقابل استرداد صاف بمليوني دينار في الربع الثالث. أما عمليات السوق المفتوحة فقد سجلت مبلغا واسطيا قدره 18 مليون دينار مسجلة بذلك انخفاضا بمليوني دينار مقارنة بالربع الثالث.

وهكذا سجل الحجم الإجمالي لإعادة التمويل المسند خلال الربع الأخير من سنة 2003 انخفاضا حيث تراجع من 474 مليون دينار في الربع الثالث إلى 342 مليون دينار في الربع الأخير.

وكتقييم لتدخلات البنك المركزي التونسي في السوق خلال سنة 2003 فإن هذا الأخير تدخل حسب تأثير عوامل السيولة في السوق. كما لجأ معهد الإصدار إلى تنويع تدخلاته في السوق، حيث قام بطرح عمليات شراء نهائي لرقاع الخزينة حيث كانت أول مبادرة يوم 29 أبريل 2003 بمبلغ 15.6 مليون دينار ثم تلت هذه المبادرة عمليات أخرى، وكل ذلك من أجل تدعيم وتنظيم السيولة في السوق النقدية.

كما تم تحقيق استقرار في نسبة التضخم خلال سنة 2003 في مستوى 2.7% المسجل في العام السابق بالرغم من الارتفاع الظرفي لأسعار بعض المواد الغذائية.

الفرع الثاني: السوق النقدية التونسية سنة 2004:

أولا: سوق ما بين البنوك سنة 2004

خلال الربع الأول من سنة 2004، أدى ارتفاع حاجيات البنوك ذات العجز الذي تزامن مع تراجع عرض البنوك ذات الفائض إلى تكثيف تدخلات معهد الإصدار، كما اتسمت سوق ما بين البنوك خلال

¹-- نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 29 مرجع سابق ص ص 15، 16

هذا الربع بارتفاع طفيف للعمليات التي ارتفعت من 432 مليون دينار إلى 440 مليون، ويعود هذا الاتجاه في مجمله إلى ارتفاع العمليات لأجل (+24 مليون) في حين تراجعت العمليات ليوم واحد بـ 16 مليون.

أما الربع الثاني من سنة 2004 فقد اتسم بتحسّن عرض البنوك ذات الفائض وتقلص حاجيات البنوك ذات العجز، ومن ثمة انخفاض تدخل معهد الإصدار في السوق خلال هذا الربع . وأيضاً على مستوى سوق ما بين البنوك تم تعويض انخفاض العمليات ليوم واحد (-25 مليون دينار) وزيادة ارتفاع العمليات لأجل (+83 مليون دينار) وهو ما أفضى إلى زيادة صافية بـ 58 مليون دينار للمعاملات في هذه السوق.

وفي الربع الثالث من سنة 2004 أدى تراجع طلبات البنوك ذات العجز بنسق شبيه بعرض البنوك ذات الفائض إلى شبه ركود في تدخل معهد الإصدار في السوق، مع العلم أن سيولة البنوك التي تقلصت في شهري جويلية وأوت 2004 بالمقارنة مع شهر ديسمبر 2003 فقد تحسّنت بشكل ملحوظ في شهر سبتمبر.¹

وخلال الربع الأخير من سنة 2004 اتسمت السوق النقدية التي تأثرت بالزيادة الهامة لعرض البنوك ذات الفائض والانخفاض الملموس لحاجيات البنوك ذات العجز بفائض هام في السيولة، فعلى مستوى السوق ما بين البنوك تراجعت المعاملات بـ 65 مليون دينار قياساً بالربع السابق تبعاً لانخفاض المعاملات لأجل بـ 131 مليون، مع زيادة المعاملات ليوم واحد بـ 66 مليون دينار.

وفيما يتعلق بنسبة الفائدة ليوم واحد في سوق ما بين البنوك فقد تراوحت بين 4.96875% و 5.03125% بيد أن النسبة الوسطية للسوق لم تشهد تغييراً وبقيت في مستوى 05% طوال سنة 2004، كما بقيت نسبة عمليات شراء رقايع الخزينة لثلاثة أشهر مع التعهد بإعادة بيعها بدون تغيير في مستوى 5.09375% طيلة السنة.

ثانياً: السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي التونسي.

1- السيولة البنكية.

لقد تقلصت السيولة البنكية في الربع الأول من سنة 2004 كنتيجة لارتفاع الأوراق النقدية والمسكوكات في التداول وحاصل الحساب الجاري للخزينة ولولا التأثير الإيجابي الذي سلطته الموجودات الصافية من العملة الأجنبية لكان هذا التقلص أكثر أهمية.

وفي الربع الثاني انفرج تقلص سيولة البنوك المسجل في الربع السابق، ونتج ذلك عن الآثار التوسعية المسطرة من حاصل الحساب الجاري للخزينة والموجودات الصافية من العملة الأجنبية.

¹ - نشرية الطرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 27، سنة 2004، ص 14.

وفي الربع الأخير تميزت السيولة البنكية بالفائض بسبب الآثار التوسعية التي سلطتها كل العوامل الذاتية للسيولة، وهذا بعد التقلص الطفيف في الربع الثالث بسبب الآثار التقييدية للأوراق النقدية و المسكوكات في التداول وحاصل الحساب الجاري للخرينة.

جدول رقم (69):تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2004 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة	2947-	2983-	3135-	3053-
حاصل الحساب الجاري للخرينة	431-	307-	661-	475-
الموجودات الصافية من العملة الأجنبية	3428+	3925+	4408+	4752+
عوامل أخرى	438-	936-	915-	861-
مجموع العوامل الذاتية	388-	301-	303-	381+
حاصل الحساب الجاري للبنوك	162-	171-	177-	171-
مجموع العوامل	550-	472-	480-	210+
عمليات السياسة النقدية	550	472	480	210-

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 30 ص 25، العدد 32 ص 14، العدد 33 ص 12 سنة 2004.

ومثال على هذه العوامل نجد:

الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة:

مارس هذا القائم خلال الربع الأول من السنة تقليصا في حجم السيولة بـ 160 مليون دينار، ويرجع ارتفاع هذا القائم (2947 مليون دينار) بالخصوص إلى تظافر ثلاثة عوامل وهي حلول عيد الأضحى وتنظيم كأس إفريقيا للأمم وتسجيل موسم جيد لزيت الزيتون. وفي الربع الثاني من نفس السنة ساهم هذا القائم في تقليص حجم السيولة البنكية بمقدار 36 مليون دينار وتعود زيادة هذا العامل بالخصوص إلى تحقيق موسم زيتون جيد. وخلال الربع الثالث من سنة 2004 أدى ارتفاع هذا القائم إلى تقليص السيولة البنكية بـ 152 مليون دينار مع العلم أن الزيادة المسجلة في هذا القائم تعود إلى زيادة نفقات العائلات خلال فصل الصيف وإلى تدعيم الصرف اليدوي تبعا لتدفق السياح. كما سلط هذا القائم بعد بلوغه 3053 مليون دينار في الربع الأخير من السنة زيادة في السيولة البنكية بمقدار 82 مليون دينار.

2- تدخلات البنك المركزي التونسي وتقييمها في السوق.

جدول رقم (70): تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2004 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
نداءات العروض	388	284	345	233
عمليات أخذ بالأمانة	-	-	-	-
شراء رقاع الخزينة	163	168	74	-
عمليات ظرفية	9-	1+	34+	5-
الشراء النهائي	8	19	27	28
اجمالي تدخلات معهد الإصدار	550	472	480	210-

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 64، مرجع سابق، سنة 2004.

تميز الربع الأول من سنة 2004 بتكثيف تدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية، وفي هذا السياق طرح خلال الربع نداءات عروض موجبة شملت مبلغا وسطيا بـ 388 مليون دينار، وقد استأثرت ثلاثة بنوك بثلاث أرباع المبلغ الممنوح والذي تم توظيفه خاصة في مشاريع الفلاحة والصناعة وتمويل المؤسسات الصغرى والمتوسطة وكذلك مشاريع الصندوق الوطني للتشغيل 21-21¹.

كما تدعم خلال هذا الربع القائم الواسطي لعمليات شراء رقاع الخزينة لمدة ثلاثة أشهر مع التعهد بإعادة بيعها حيث انتقل من 69 مليون دينار إلى 163 مليون دينار حيث تم القيام بعمليات شراء بمبلغ 51 مليون و 117 مليون على التوالي ، بينما بلغت عمليات التسديد وعددها ثلاثة 165 مليون مع تسجيل إرتفاع طفيف 168 مليون في شهر مارس.

ومن أجل التعديل الدقيق للسيولة تدخل معهد الإصدار خلال هذا الربع بعمليات ظرفية أسفرت عن إسترجاع صاف للسيولة بمبلغ 09 ملايين دينار.

في حين سجلت عمليات الشراء النهائي لرقاع الخزينة (عمليات السوق المفتوحة) تراجعاً بـ 10 ملايين مقارنة بالربع السابق ، علماً أنه تم القيام بعمليات شراء نهائي يوم 12 مارس بمبلغ 13.9 مليون .

وبالتالي إنتقل الحجم الإجمالي لإعادة التمويل خلال الربع الأول إلى 550 مليون دينار وفي الربع الثاني من السنة الجارية إنخفض تدخل البنك المركزي التونسي في السوق ، وفي هذا السياق طرح البنك طلبات عروض موجبة بمبلغ وسطي أقل أهمية بالمقارنة بالربع السابق أي 284 مليون دينار ، وتراوح مبلغ هذه النداءات بين حد أدنى قدره 80 مليون وحد أقصى بـ 750 مليون تم منحها خلال

¹ - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 30 ، مرجع سابق، ص، 14.

شهري ماي وأفريل على التوالي، وللإشارة فإن معهد الإصدار لم يسند نداءات عروض في ثلاث مناسبات خلال شهري ماي و جوان 2004 كنتيجة ليسر السيولة البنكية.

كما تدعم القائم الوسطي لعمليات شراء رقاغ الخزينة لمدة ثلاثة أشهر مع التعهد بإعادة بيعها من جهته بشكل طفيف، حيث إنتقل إلى 168 مليون ، وللإشارة فقد تم القيام بعمليتي شراء بمبلغي 29 مليون و 39 مليون دينار ، بينما بلغت عمليات التسديد وهي إثنان ، 168 مليون ومن ثمة إنخفض هذا القائم ، حيث بلغ 68 مليون دينار في نهاية جوان مقابل 168 مليون هو في مارس 2004 إضافة إلى ذلك ، قام البنك المركزي ، بعمليات تعديل دقيق للسيولة البنكية خلال الربع الثاني ، وهو ما أدى إلى حقن صاف للسيولة بمبلغ مليون دينار، كذلك تم القيام بعمليات شراء نهائي لرقاغ الخزينة في إطار السوق المفتوحة ، والتي شملت حجم وسطي قدره 19 مليون دينار.

وللإشارة إنخفض الحجم الإجمالي لإعادة التمويل في هذا الربع ليبلغ 472 مليون دينار وفي الربع الثالث من نفس السنة كثف معهد الإصدار تدخلاته في شكل نداءات عروض وخاصة في شهري جويلية وأوت مع إسترداد السيولة في شهر سبتمبر.

وبالنظر إلى تراكم السيولة الذي ظهر في السوق ، لم يتدخل معهد الإصدار سوى مرة واحدة بواسطة نداءات عروض سالبية شملت مبلغا يساوي 177 مليون دينار على إمتداد سبعة أيام بين 21 و 27 سبتمبر.

وبالتالي بلغ الحجم الوسطي لهذه القائم 345 مليون خلال هذا الربع. كذلك تراجع خلال الربع الثالث القائم الوسطي لعمليات شراء رقاغ الخزينة لمدة ثلاثة أشهر مع التعهد بإعادة بيعها ، حيث إنخفض إلى 747 مليون دينار.

وللإشارة تم القيام بعمليتي شراء بمبلغ 38 مليون و 35 مليون دينار على التوالي ، فيما بلغت عمليات التسديد وهي ثلاث منها إثنان قبل الأوان ، 141 مليون ، وتم تسوية هذه العمليات بالكامل يوم 23 سبتمبر 2004¹.

كما قام البنك المركزي خلال الربع الثالث بعمليات تعديل دقيق من أجل حقن صاف للسيولة قدره 34 مليون ، مع العلم أنه لم تحدث إلا عملية إسترداد واحدة بمبلغ 159 مليون يوم 25 أوت 2004 ، فيما تضمنت عمليات حقن السيولة مبالغ تراوحت بين حد أدنى قدره 23 مليون وحد أقصى بـ 235 مليون .

وفيما يتعلق بعمليات الشراء النهائي لرقاغ الخزينة في إطار السوق المفتوحة ، فتضمنت حجما وسطيا قدره 27 مليون ، حيث قام معهد الإصدار خلال هذا الربع الثالث بعملية شراء نهائي واحدة بمبلغ 6.2

¹ - نشرية الطرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 32 ، مرجع سابق، ص 15.

ملايين شملت 6000 رقعة، ومن ثمة بلغ قائمها في نهاية الفترة 27.6 مليون في موخر سبتمبر، وقد إزداد الحجم الإجمالي لإعادة التمويل خلال الربع الثالث ليلبلغ 480 مليون دينار. وخلال الربع الأخير من سنة 2004 تميزت سيولة البنوك بالفائض نتيجة للآثار التوسعية التي سلطتها عوامل السيولة، الأمر الذي قاد معهد الإصدار إلى القيام بالعديد من عمليات استرجاع السيولة خاصة في شكل نداءات عروض سائلة وخاصة في شهري أكتوبر ونوفمبر. مع الإشارة إلى أنه تم القيام بطلب عروض موجب خلال هذا الربع بمبلغ 220 مليون، ومن جهة تمت عمليات تعديل دقيق للسيولة الأمر الذي أدى إلى استرجاع صاف للسيولة قدره 5 ملايين دينار. أما عمليات الشراء النهائي لرقاع الخزينة في إطار السوق المفتوحة تضمنت مبلغا وسطيا قدره 28 مليون دينار.

وكتقييم لتدخلات معهد الإصدار اعتمد هذا الأخير على مجموعة من الأدوات للتدخل في السوق لتنظيم السيولة البنكية عدا أداة أخذ بالأمانة، وذلك لأن الأدوات الأخرى (نداءات العروض، شراء رقايع الخزينة، عمليات السوق المفتوحة)، تنفذ بضخ مبالغ أكبر ولآجال أطول. بالإضافة إلى ذلك تراجع حجم إعادة التمويل من قبل معهد الإصدار حسب تطور عوامل السيولة البنكية، مع العلم أنه خلال الربع الأخير الذي تميز بفائض هام في السيولة سلك معهد الإصدار اتجاه معاكس حيث قام باسترجاع هام للسيولة من السوق بالاعتماد على نداءات العروض السائلة والعمليات الظرفية، ومن ثمة المحافظة على استقرار معدلات الفائدة. كذلك تم تسجيل ارتفاع طفيف في معدل التضخم 3.6% لكامل سنة 2004.

الفرع الثالث: السوق النقدية سنة 2005:

أولا: سوق ما بين البنوك:

شهد الربع الأول من سنة 2005 تقلصا في الأموال الجاهزة للبنوك، ففي حين تقلص عرض البنوك ذات الفائض بصفة ملحوظة، عرفت حاجيات البنوك ذات العجز ارتفاعا هاما. ومن ثمة تراجعت المعاملات على مستوى سوق ما بين البنوك ب 42 مليون دينار خلال هذا الربع تبعا لإنخفاض العمليات ليوم واحد والعمليات لأجل.

وفي الربع الثاني من سنة 2005 تفاقم تقلص السيولة البنكية، الأمر الذي أدى إلى تدخل متزايد لمعهد الإصدار. وعلى مستوى السوق البنكية تدعمت المعاملات ب 33 مليون دينار خلال هذا الربع بسبب زيادة أما الربع الثالث من نفس، فقد تميز بسير السيولة البنكية الذي ظهر من خلال تدعيم عرض البنوك ذات الفائض إضافة إلى تقلص حاجيات البنوك ذات العجز.

واتسمت السوق البنكية خلال هذا الربع بازدياد المعاملات ب 7 ملايين دينار تحت تأثير زيادة العمليات ليوم واحد ب 81 مليون في حين شهدت العمليات لأجل تراجعا ب 74 مليون.

وخلال الربع الأخير وعلى مستوى السوق البنكية ارتفعت المعاملات ب 9 ملايين دينار خلال هذه الفترة بفعل ارتفاع العمليات لأجل ب 46 مليون دينار، والذي تزامن مع تراجع العمليات ليوم واحد ب 37 مليون دينار.¹

وفيما يخص نسبة الفائدة ليوم واحد في السوق النقدية ، فقد تراوحت بين 4.97% و 5.03% طيلة سنة 2005 إلا أن النسبة الوسطية للسوق استقرت في مستوى 5% بالنسبة لكامل سنة 2005. ثانيا: السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي التونسي.

1- السيولة البنكية.

جدول رقم (71):تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2005 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة	3182-	3146-	3381-	3385-
الحاصل الصافي للإدارة المركزية	372	466	419	346
منه حاصل الحساب الجاري للخرينة	518-	429-	494-	570-
الأصول الصافية على الخارج	2871	2622	3080	3689
منها: الموجودات الصافية من العملة الأجنبية	4689	4557	5556	5686
العوامل الصافية الأخرى	134-	184-	286-	358-
أ-مجموع العوامل الذاتية	73-	242-	168-	292
ب-مجموع عمليات السياسة النقدية	246	414	350	110-
أ + ب: الموجودات في الحساب الجاري للبنوك	173	172	182	182

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 67 ص13، العدد 69 ص14 سنة 2005.

في الربع الأول من سنة 2005 تقلصت السيولة من جديد تبعا للآثار التقييدية التي سلطتها جميع العوامل الذاتية للسيولة.

وفي الربع الثاني من سنة 2005 تواصل تقلص السيولة البنكية بحدة أكبر وذلك لأن الآثار التوسعية المتأتية من انخفاض الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة وارتفاع الحاصل الصافي للإدارة المركزية لم تعوض إلا جزئيا الأثر التقييدي الذي سلطته خاصة الأصول الصافية على الخارج.

أما الربع الثالث من نفس السنة فقد شهد تحسنا للسيولة البنكية ، والتي اتسمت بأهمية الآثار التوسعية التي سلطتها الأصول الصافية على الخارج .

¹ - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 70 ، 2005، ص14

كما شهد الربع الأخير وعلى غرار الربع السابق تحسن في السيولة البنكية وذلك بفعل زيادة الأصول الصافية على الخارج .

ومثال على هذه العوامل نجد:

- الأصول الصافية على الخارج:

ساهم هذا القوائم الذي تراجع خلال الربع الأول في تقليص السيولة البنكية بـ 236 مليون دينار، ويعود هذا الانخفاض إلى ارتفاع بند " العملة الأجنبية للوسطاء المقبولين" بحوالي 145 مليون دينار والذي تزامن مع تراجع الموجودات الصافية من العملة الأجنبية بـ 64 مليون دينار خاصة بفعل تفاقم العجز التجاري من جراء ارتفاع أسعار النفط وكذلك رصد مبلغ هام بعنوان تسديد الدين الخارجي مع الإشارة إلى أنه لولا السحوبات من القروض الخارجية، وخاصة من البنك الياباني للتجارة والاستثمار (56 مليون دينار) والبنك العالمي (30 مليون دينار) والوكالة الفرنسية للتنمية (29 مليون دينار) وتحصيل هبات منحتها دولة قطر (12 مليون دينار) وإيطاليا (مليون دينار)، وإسبانيا (مليون دينار)، لكان هذا الانخفاض أكثر حدة.

وفي الربع الثاني من سنة 2005 قلص هذا القوائم الذي تراجع في المعدل إلى 2623 مليون دينار، السيولة البنكية بـ 248 مليون دينار وسبب هذا الانخفاض هو:

* انخفاض الموجودات الصافية من العملة الأجنبية بـ 132 مليون دينار، ويعزى هذا الانخفاض إلى التدهور الشديد على مستوى الميزان التجاري بسبب غلاء أسعار مواد الطاقة على النطاق العالمي ، ولولا تعبئة مبلغ هام من الموارد الخارجية ومنها بالخصوص الاقتراض الرقاعي بمبلغ 400 مليون أورو الذي وقع تحصيله يوم 22 جوان 2005، لكان هذا الانخفاض أكثر أهمية .

* تحسن الحساب الخاص بالحكومة بالعملة الأجنبية، وساهم بذلك في تقليص قدره 79 مليون دينار على السيولة البنكية، وتعكس هذه الزيادة جزئيا احتساب مبلغ الاقتراض الرقاعي المذكور أعلاه.

* ارتفاع حساب العملة الأجنبية للوسطاء المقبولين بين ربع سنة وآخر من 596 مليون إلى 645 مليون دينار ، وهو ما تسبب في تقلص السيولة البنكية بـ 49 مليون دينار.

وخلال الربع الثالث من سنة 2005 ازدادت الأصول الصافية على الخارج ، وبذلك تحسنت السيولة البنكية بـ 458 مليون دينار، ويعود هذا الارتفاع إلى تدعيم الموجودات الصافية من العملة الأجنبية بـ 999 مليون دينار والتي انتقلت بذلك من 4557 مليون دينار إلى 5556 مليون دينار بين ربع سنة وآخر.

ومثلما ذكرنا سابقا تحسن هذا القوائم بفضل تدعيم المقايض السياحية والمدخرات من الأجور المحولة من العمال التونسيين المقيمين بالخارج، وكذلك بالسحوبات من القروض الخارجية وخاصة الاقتراض الرقاعي (400 مليون أورو) الذي تم تحصيله يوم 22 جوان 2005 والقرض الذي أسنده البنك العالمي لتونس في إطار البرنامج الرابع لدعم القدرة التنافسية للاقتصاد (94 مليون دينار).

ولولا أهمية النفقات المرصودة بعنوان تسديد الدين الخارجي وخاصة الاقتراض الرقاعي ساموراي الرابع (183 مليون دينار) لكانت هذه الزيادة أعلى مما تحقق إلا أن ازدياد الأصول الصافية على الخارج خف، من جانب بفعل تحويل مبالغ الاقتراضات المذكورة لفائدة الحساب الخاص للحكومة بالعملة الأجنبية والبالغة في المعدل 783 مليون دينار خلال هذا الربع، ومن جانب آخر، بزيادة حساب " عملات الوسطاء المعتمدين" بـ 51 مليون دينار ليرتفع إلى 696 مليون دينار خلال هذا الربع.

أما في الربع الأخير من سنة 2005 فقد ازدادت أيضا الأصول الصافية على الخارج، ومن ثمة ساهمت في تحسين السيولة البنكية بنفس المقدار (609 ملايين دينار) ويُعزى هذا الارتفاع خصوصا إلى:

* تدعم الموجودات الصافية من العملة الأجنبية التي بلغت 686 مليون دينار خلال هذا الربع (بزيادة قدرها 130 مليون دينار) ويعكس هذا الاتجاه أهمية المقايض للتممية بقيمة 94.4 مليون دينار، في إطار البرنامج الرابع لدعم القدرة التنافسية للاقتصاد (pace iv) والهبة المسندة في نفس الغرض من الاتحاد الأوروبي بقيمة 63.1 مليون دينار وكذلك مدا خيل خصوصية بنك الجنوب (98.7 مليون دينار) ولولا أهمية المصاريف بعنوان تسديد الدين الخارجي لكان هذا الارتفاع أكثر أهمية.¹

* تراجع الحساب الخاص للدولة بالعملة الأجنبية بـ 454 مليون دينار حيث إنتقل بين ربع وسنة وآخر من 783 مليون دينار إلى 329 مليون دينار، ويعود هذا التطور إلى التحويلات لفائدة الحساب الجاري للخرينة بمبالغ 485 مليون دينار و 152 مليون دينار و 93 مليون تم تسجيلها على التوالي في أيام 12 و 28 سبتمبر و 28 ديسمبر وتجدر الإشارة أن هته المبالغ قد نتجت، بالنسبة للأولين من القرض الرقاعي باليورو الذي تم رصده في جوان 2005 بينما تأتي المبلغ الثالث من السحب على قرض مسند من البنك العالمي في إطار البرنامج الرابع لدعم القدرة التنافسية للاقتصاد (pace iv).
* انخفاض حساب العملات الأجنبية لدى الوسطاء المقبولين بـ 70 مليون دينار ليبلغ 626 مليون دينار خلال هذا الربع.

— الموجودات في الحساب الجاري للبنوك :

خلال الربع الأول من سنة 2005 وانطلاقا من مسار العوامل الذاتية وتدخل معهد الإصدار لضخ مبلغ وسطي قدره 246 مليون دينار في إطار تدخلاته في السوق النقدية، وارتفعت بذلك الموجودات في الحساب الجاري للبنوك بمليوني دينار لتبلغ 173 مليون دينار، الأمر الذي أثر بشكل توسعي على السيولة البنكية بنفس المقدار (02 مليون).

¹ - نشرية الطرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 70، مرجع سابق، ص 12

وفي الربع الثاني من سنة 2005 وباعتبار سير أهم العوامل الذاتية وتدخل البنك المركزي لحقن حجم وسطي قدره 414 في إطار تدخلاته في السوق أي بزيادة قدرها 168 مليون دينار عن الربع السابق ، وبالتالي بلغ قائم الموجودات 172 مليون دينار في المعدل .

أما الربع الثالث من نفس السنة وبالنظر إلى سير أهم العوامل الذاتية وتدخل البنك المركزي ليحقن في إطار عمليات سياسته النقدية حجما وسطيا قدره 350 مليون دينار ، ومن ثمة زيادة السيولة بنفس المقدار (10 ملايين) . وفي الربع الأخير من سنة 2005 ونظرا لتطور أهم العوامل الذاتية ووضعية فرط السيولة التي نتجت منه ، تدخل معهد الإصدار لسحب مبلغ وسطي قدره 110 ملايين دينار ، ونتيجة لذلك بلغت الموجودات في الحساب الجاري للبنوك 182 مليون .

2- تدخلات البنك المركزي التونسي وتقييمها في السوق :

جدول رقم (72): تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2005 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
نداءات العروض	235	195	105	112-
عمليات أخذ بالأمانة	-	-	-	4+
شراء رقاع الخزينة	-	-	-	-
عمليات ظرفية	23-	13+	1-	23-
الشراء النهائي	34	206	246	21
اجمالي تدخلات معهد الإصدار	246	414	350	110

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي، العدد 67، العدد 69 مرجع سابق سنة 2005.

في الربع الأول من سنة 2005 وبفعل نقص السيولة في السوق النقدية ، تدخل معهد الإصدار في عدة مناسبات لحقن السيولة من خلال نداءات العروض ، وتراوحت مبالغ النداءات بين حد أدنى ب 70 مليون في فيفري وحد أقصى ب 380 مليون ، وبمعدل قدره 235 مليون دينار مقابل استرجاع للسيولة في شكل طلبات عروض سالبة ب 233 مليون دينار .

كما قام معهد الإصدار بعمليات ظرفية لتعديل دقيق للسيولة ، حيث تمت عمليات حقن للسيولة في الأيام الثلاثة الأولى من شهر جانفي بمبالغ تراوحت بين 90 مليون و 167 مليون دينار ، أما عمليات الاسترجاع وفق هذه العمليات فقد تمت في النصف الأخير من كل شهر من الأشهر الثلاثة وتقلبت مبالغها بين 15 مليون و 170 مليون دينار ، وبشكل إجمالي أفرزت العمليات الظرفية استرجاعا صافيا ب 23 مليون دينار .

إضافة إلى ذلك نفذ معهد الإصدار عمليات السوق المفتوحة وذلك إثر عملية شراء نهائي بمبلغ 147 مليون دينار ، ومن ثمة ارتفع قائم هذه العمليات من 28 مليون في آخر شهر ديسمبر 2004 إلى 179

مليون في موفى مارس ، وبالتالي بلغت هذه العمليات في المعدل 34 مليون دينار وقد أسفرت تدخلات البنك المركزي التونسي عن حقن مبلغ وسطي ب 246 مليون دينار خلال هذا الربع الأول .
وخلال الربع الثاني من سنة 2005 ، تفاقم تقليص السيولة البنكية المسجل سابقا ، وبالتالي تدخل معهد الإصدار في عدة مناسبات لحقن السيولة اللازمة في شكل نداءات عروض ، وتقلبت المبالغ المسندة بين حد أدنى ب 100 مليون دينار ومبلغ أقصى ب 420 مليون دينار أي بمعدل 195 مليون دينار .

كما قام معهد الإصدار بعمليات تعديل دقيق للسيولة (عمليات ظرفية) وخاصة خلال الفترات التي لم تشهد نداءات عروض ، وقد شملت عمليات الحقن مبالغ تراوحت بين 10 ملايين و 225 مليون دينار فيما شملت عمليات الاسترجاع مبالغ تراوحت بين 26 مليون و 165 مليون دينار .

كذلك تدعم خلال هذا الربع قائم عمليات السوق المفتوحة بشكل ملموس ، إذا انتقل من 179 مليون دينار نهاية شهر مارس إلى 255 مليون في موفى جوان ، وخلال هذا الربع تحققت ثلاث عمليات شراء نهائي وعملياتا تسديد ، ومن ثمة بلغ القائم الوسطي 206 ملايين لهذه العمليات ¹ .
وتتميز الربع الثالث من سنة 2005 ببسر السيولة البنكية لذلك انخفضت عمليات السياسة النقدية للبنك المركزي خلال هذا الربع. وقد تدخل البنك المركزي خلال هذه الفترة لضخ السيولة خلال الشهرين الأولين ولاسترجاع فائض السيولة الذي ظهر في سبتمبر .

حيث أدى تكثف حاجيات البنوك الذي ظهر في شهر جويلية معهد الإصدار إلى طرح أربعة نداءات عروض موجبة تراوحت مبالغها بين 350 مليون و 520 مليون دينار كحد أقصى مسجل يوم 12 جويلية واتسم شهر أوت بطرح طلبي عروض موجبين بمبلغ 190 و 250 مليون دينار. وقام معهد الإصدار خلال شهر سبتمبر الذي تميز بفائض في السيولة بنداءات عروض سالبة لاسترجاع هذا الفائض الذي تراوحت مبالغه بين حد أدنى 197 و حد أقصى 337 مليون دينار، وبشكل إجمالي أسفر الربع الثالث في المعدل عن ضخ 105 مليون دينار .

ومن جهة أخرى قام معهد الإصدار بعمليات يومية لتعديل السيولة البنكية بشكل دقيق ، حيث تراوحت مبالغ الحقن بين حد أدنى يساوي 28 مليون دينار وحد أقصى ب 115 مليون دينار، في حين شملت الإستردادات مبالغ تراوحت بين 73 مليون دينار و 309 مليون دينار .

وقد أسفرت هذه العمليات الظرفية عن استرجاع صاف قدره مليون دينار خلال هذا الربع ، وإذا جئنا لعمليات السوق المفتوحة فقد تراجع قائمها من 255 مليون دينار نهاية شهر جوان إلى 130 مليون دينار في موفى سبتمبر .

¹ - نشرية الطرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 68، 2005، ص 14

وقام معهد الإصدار خلال هذا الربع بعمليات شراء رفاع الخزينة وبيعها في إطار السوق المفتوحة تبعا لوضعية السيولة البنكية. ووفق ذلك، تمت عملية شراء نهائي بمبلغ 56 مليون دينار يوم 02 أوت وعملية بيع نهائي بمبلغ 164 مليون دينار يوم 12 سبتمبر لاسترداد فائض السيولة الذي ساد في هذا الربع. وعلى هذا الأساس ارتفع القائم الواسطي لعمليات السوق المفتوحة إلى 246 مليون دينار خلال هذا الربع.

ومن ثمة أسفرت تدخلات معهد الإصدار في المعدل عن حقن قدره 350 مليون دينار . وأقرز الربع الأخير من سنة 2005 وضعية فرط في السيولة جعلت البنك المركزي يتدخل لاسترجاع الفوائض. وقد تدخل معهد الإصدار خلال هذا الربع الأخير في عدة مناسبات لإسترجاع السيولة في شكل نداءات عروض سائلة، وقد تقلبت المبالغ التي تم استردادها بين حد أدنى بـ 100 مليون دينار وحد أقصى بـ 253 مليون دينار في حين تم طرح نداء عروض واحد موجب لمدة ستة أيام بمبلغ 110 مليون دينار بين يومي 14 و 19 ديسمبر¹.

كما نفذ معهد الإصدار عمليات أخذ بالأمانة لمدة تتراوح بين يوم واحد وسبعة أيام بمبلغ واسطي قدره 4 ملايين دينار، حيث تقلبت هذه العمليات ، وعددها ستة بين مليون دينار و 43 مليون دينار ، وفي جانب مواز، لجأ معهد الإصدار إلى عمليات تعديل دقيق للسيولة في شكل استرجاع للسيولة تراوحت مبالغها بين 40 مليون دينار و 340 مليون دينار أي بمبلغ واسطي قدره 23 مليون دينار.

ولإمتصاص فوائض السيولة، قام معهد الإصدار خلال هذه الفترة بعمليات بيع لرفع الخزينة في إطار السوق المفتوحة بمبلغ 49 مليون دينار. وتبعا لعمليات التسديد التي خصت مبالغ قدرها 52 مليون دينار و 14 مليون دينار على التوالي، تراجع القائم الواسطي لهذه العمليات لتبلغ 21 مليون دينار. وقد أسفر مجموع عمليات السياسة النقدية خلال هذا الربع عن استرجاع مبلغ واسطي قدره 110 مليون دينار.

وكتقييم لتدخلات البنك المركزي التونسي في السوق سنة 2005 فقد اعتمد تمشيا جديدا في إطار إدارته للسيولة البنكية يتمثل في إعادة تحديد العوامل الذاتية من خلال إعادة ترتيبها وذلك بهدف التعمق في تحليل السيولة البنكية.

حيث تم تعويض بند " حاصل الحساب الجاري للخزينة " ببند جديد أطلق عليه اسم " الحاصل الصافي للإدارة المركزية" وهو مفهوم أكثر شمولية يشمل زيادة عن حاصل الحساب الجاري للخزينة كل المستحقات والديون الأخرى على الإدارة المركزية التي كانت في الماضي جزءا من بند " العوامل الصافية الأخرى"

¹ - نشرية الطرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 70، مرجع سابق، ص 14.

كما أصبح بند" الموجودات الصافية من العملة الأجنبية" أحد أهم مركبات بند" الأصول الصافية على الخارج" الذي يتضمن إضافة إلى البند السابق، كل موجودات معهد الإصدار وتعهداته بالعملة الأجنبية التي كانت تدرج سابقا في بند العوامل الصافية الأخرى.

ومن ثمة مكن هذا الاتجاه الجديد من التميز بين العوامل الذاتية للسيولة التي تتضمن البندين المذكورين والأوراق النقدية والمسكوكات في التداول وبند متبق " العوامل الصافية الأخرى" وعمليات السياسة النقدية والموجودات في الحساب الجاري للبنوك لدى البنك المركزي .

من جانب آخر لم يسند البنك المركزي خاصة خلال الربع الثاني من سنة 2005، سيولة في شكل نداءات عروض في ثلاث مناسبات وفضل عليها عمليات السوق المفتوحة وهو ما من شأنه أن يسمح بتقلبات أكبر للنسب من جهة وتنشيط السوق الثانوية للسندات العمومية من جهة أخرى. وللاشارة تقلصت نسبة التضخم بصفة ملحوظة خاصة خلال النصف الأول من سنة 2005 لتتراجع إلى 1.4%.

المطلب الثالث: اتجاه السوق النقدية التونسية (2006-2008)

الفرع الأول: السوق النقدية التونسية سنة 2006:

أولا: سوق ما بين البنوك سنة 2006:

في الربع الأول من سنة 2006 اتسمت وضعية السيولة البنكية بتراجع عرض البنوك ذات الفائض وارتفاع حاجيات البنوك ذات العجز.

فعلى مستوى سوق ما بين البنوك ارتفعت المعاملات بـ 48 مليون دينار خلال هذه الفترة بفعل ارتفاع العمليات لأجل بـ 57 مليون دينار في حين تراجعت العمليات ليوم واحد بـ 09 ملايين دينار. وخلال الربع الثالث من نفس السنة انخفضت المعاملات في سوق ما بين البنوك بـ 18 مليون دينار متسمة بتراجع العمليات ليوم واحد بـ 14 مليون دينار والعمليات لأجل بـ 4 ملايين دينار على التوالي، وفيما يتعلق بنسبة الفائدة ليوم واحد في السوق النقدية، فقد تراوحت بين 4.97% و 5.13% أما عمليات البيع مع التعهد بإعادة الشراء، فقد تم تحقيقها بنسبة فائدة مرجحة بـ 4.97%. و أفرزت استقرار النسبة الوسطية للسوق النقدية في مستوى 05% بالنسبة لكامل السنة.¹

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 71، سنة 2006، ص15

ثانيا: السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي التونسي

1- السيولة البنكية

لقد تقلصت السيولة البنكية مجددا في الربع الأول من سنة 2006، حيث ظهرت الآثار التقييدية التي سلطتها في آن الوقت الأوراق النقدية والمسكوكات في التداول والحاصل الصافي للإدارة المركزية.

ولولا الأثر التوسعي لقائم الأصول الصافية على الخارج لكان هذا التقلص أكثر حدة ويظهر الاتجاه الشهري للسيولة البنكية خلال هذا الربع تقلصا في السيولة خلال شهر جانفي تلاه تحسن ملحوظ أدى إلى وضعية فائض السيولة في فيفري قبل أن تتقلص مجددا في مارس.

أيضا تقلصت السيولة البنكية خلال الربع الثالث من سنة 2006، واتسمت بالآثار التقييدية التي مارسها كل عوامل السيولة باستثناء الأصول الصافية على الخارج.

- الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة:

بإرتفاع هذا القائم إلى 3693 مليون دينار في الربع الأول من سنة 2006 تقلصت السيولة البنكية بـ 308 مليون دينار. وقد تراوح مستواه خلال هذه الفترة بين حد أدنى قدره 3620 مليون دينار وحد أقصى بـ 3790 مليون دينار ، مع العلم أن هذا المبلغ الأخير تم تسجيله قبيل عيد الأضحى وهي مناسبة تزداد فيها سحوبات العائلات.

وفي الربع الثاني من نفس السنة تراجع هذا القائم إلى 3645 مليون دينار ومن ثمة مارس هذا القائم أثر توسعي بـ 48 مليون دينار على السيولة البنكية.

وبلوجه 3849 مليون دينار خلال الربع الثالث من السنة ، سلط ارتفاع هذا القائم أثرا تقييديا بـ 204 مليون دينار على السيولة البنكية ، ويعزى هذا الاتجاه إلى تدعيم الصرف اليدوي نتيجة لتدفق السياح والذي تزامن مع تسرع نفقات الأسر خلال موسم الصيف والعودة المدرسية.¹

- الحاصل الصافي للإدارة المركزية:

ساهم هذا الحاصل الذي تراجع في الربع الأول إلى 204 ملايين في تقليص السيولة البنكية بـ 142 مليون دينار ، ويعكس هذا الاتجاه بالخصوص ارتفاع حاصل الحساب الجاري للخرينة بـ 117 مليون دينار بفعل تحصيل مبلغ هام بعنوان الاكتتابات الصافية في رقاع الخرينة 405 مليون دينار والذي تزامن مع تحصيل مداخيل جبائية هامة، ولولا أهمية مصاريف التسيير والمبالغ المرصودة لتسديد الدين الخارجي وخاصة تسديد القرض ساموراي الإجمالي الثاني دفعة واحدة بمبلغ 35.4 مليار ين ياباني لكان ارتفاع حاصل الحساب الجاري للخرينة أكثر أهمية.²

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 73، سنة 2006، ص11

² - نشرية الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 71، مرجع سابق، ص12.

كما أدى هذا الحاصل الذي تراجع بـ 104 مليون دينار خلال الربع الثالث مقابل ارتفاع بـ 453 مليون دينار خلال الربع الثاني ، في تقليص السيولة البنكية بـ 104 مليون دينار ، ويعكس هذا الاتجاه خاصة ارتفاع حاصل الحساب الجاري للخرينة بـ 121 مليون دينار نتيجة خاصة لتحصيل أرباح اتصالات تونس سنة 2005 (246 مليون دينار)، وقسط من أرباح المجمع الكيميائي التونسي (80 مليون دينار)، وتحويل القسط الأخير من مداخل التقيوت في لزمة الهاتف الجوال من حساب " عملات في انتظار التسوية" لفائدة حساب الخزينة بمبلغ 164 مليون دينار يوم 14 سبتمبر وكذلك قسط من مداخل حوصصة 35% من رأس مال اتصالات تونس (197 مليون دينار) يوم 27 سبتمبر¹. وقد ساهمت المصاريف التي تم رصدها لتسديد الدين الخارجي وخاصة التسديد المسبق لقرض منحه البنك الإفريقي للتنمية (166 مليون دينار) وكذلك سندات الدولة التي حل أجل استحقاقها من الحد من هذا الارتفاع.

- الأصول الصافية على الخارج:

ازداد هذا القائم الذي بلغ 3939 مليون دينار خلال الربع الأول من سنة 2006، وساهم بذلك في تحسين السيولة البنكية بمقدار 250 مليون دينار، ويعزى هذا الارتفاع إلى تراجع حساب العملات الأجنبية لدى الوسطاء المقبولين " بـ 128 مليون دينار والذي تزامن مع انخفاض "الحساب الخاص للحكومة التونسية بالعملة الأجنبية" بـ 120 مليون دينار ، وفيما يخص "الموجودات الصافية بالعملة الأجنبية" التي بلغت 5678 مليون دينار خلال الربع الأول من نفس السنة ، فقد تراجعت بـ 8 مليون دينار ، واتسمت بأهمية المصاريف التي تم رصدها لتسديد الدين الخارجي وخاصة القرض الرقاعي ساموراي الإجمالي الثاني السابق ذكره.

مع الإشارة إلى أن السحوبات على القروض الخارجية قد مكنت من الحد من أثر ذلك الانخفاض. كما ازداد قائم الأصول الصافية على الخارج بـ 2484 مليون دينار خلال الربع الثالث من سنة 2006 وهو نفس المقدار الذي ساهم به هذا القائم في تحسين السيولة البنكية، ويعزى هذا الاتجاه خاصة إلى تدعيم الموجودات الصافية من العملة الأجنبية بـ 2617 مليون دينار والذي ساهم كل من حساب " العملات الأجنبية لدى الوسطاء المقبولين" و " حساب السوق النقدية بالعملة الأجنبية" بـ 109 مليون دينار و 18 مليون دينار على التوالي من الحد من ارتفاعها.

مع الإشارة إلى أن مسار الموجودات الصافية من العملة الأجنبية قد اتسم بتحصيل مداخل الخصوصية السابقة الذكر وتدعيم مداخل السياحة وتحويلات مداخل الشغل بالتوازي مع موارد خارجية في شكل سحوبات على قروض خارجية خاصة من البنك الأوروبي للاستثمار لفائدة الشركة التونسية للكهرباء والغاز (50 مليون يورو)، ولولا أهمية المصاريف بعنوان الدين الخارج وخاصة التسديد المسبق

¹ - نشرة الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 73، مرجع سابق، ص 11

السالف الذكر ، والذي تزامن مع تفاقم العجز التجاري من جراء غلو الأسعار العالمية للمواد الأولية والمحروقات ، لكان هذا الارتفاع أكثر حدة.

- الموجودات في الحساب الجاري للبنوك:

بالنظر إلى تطور أهم العوامل الذاتية خلال الربع الأول من سنة 2006 وتدخلات معهد الإصدار لحقن مبلغ وسطي قدره 49 مليون دينار في السوق النقدية ، مقابل استرجاع مبلغ 110 مليون دينار خلال الربع السابق ، ونتيجة لذلك بلغت الموجودات في الحساب الجاري للبنوك 190 مليون دينار

كذلك ساهم مسار أهم العوامل الذاتية للسيولة وتدخل معهد الإصدار في السوق في إطار عمليات السياسة النقدية لحقن حجم وسطي قدره 323 مليون دينار خلال الربع الثالث من نفس السنة ، مقابل 168 مليون دينار خلال الربع الثاني، ومن ثمة بلغ حاصل الحساب الجاري للبنوك في المعدل 218 مليون دينار.

2- تدخلات البنك المركزي التونسي:

جدول رقم (73): تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2006 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
نداءات العروض	33-	12-	20-	-
عمليات أخذ بالأمانة	3+	-	13+	-
شراء رفاع الخزينة	-	-	-	-
عمليات ظرفية	9-	12-	9-	-
الشراء النهائي	88+	192	349	-
عمليات بيع مع التعهد باعادة الشراء	-	-	10-	-
اجمالي تدخلات معهد الإصدار	49+	168	323	-

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي، العدد 71، العدد 73 مرجع سابق سنة 2006.

في إطار تدخلاته في السوق النقدية، قام معهد الإصدار بتعديل تدخلاته حسب تطور وضعية السيولة البنكية.

ففي الربع الأول من سنة 2006 ولمواجهة وضعية تقلص السيولة البنكية ابتداء من شهر جانفي تدخل معهد الإصدار في عدة مناسبات لحقن السيولة في شكل نداءات عروض موجبة. وهذه العمليات تقلبت مبالغها بين حد أدنى بـ 100 مليون دينار وحد أقصى بـ 300 مليون دينار أي بمبلغ وسطي قدره 77 مليون دينار لكامل شهر جانفي.

كما قام معهد الإصدار بخمس عمليات أخذ بالأمانة تتراوح مدتها بين يوم واحد وسبعة أيام بمبالغ تقلبت بين 5 مليون دينار و 32 مليون دينار ، خلال النصف الأول من الشهر، وبثلاث عمليات

استرجاع السيولة تراوحت مبالغها بين 138 مليون دينار و 148 مليون دينار خلال العشرية الأخيرة من شهر جانفي، وخلال شهر فيفري وتبعا لتحسن السيولة البنكية ، قام معهد الإصدار بإسترجاع فائض السيولة باللجوء إلى نداءات العروض السالبة تراوحت مبالغها بين 77 مليون دينار و 190 مليون دينار أي 112 مليون دينار في المعدل. كما تم تنفيذ عمليات ظرفية في شكل تعديل دقيق لإسترجاع فوائض السيولة وتقلبت مبالغ هذه العمليات وعددها أربعة بين 51 مليون دينار و 105 مليون دينار.¹

ولقد استقرت الوضعية بعض الشيء في مارس حيث وقع اللجوء إلى عملية واحدة لاسترجاع السيولة بمبلغ 175 مليون دينار في شكل نداءات عروض وذلك خلال العشرية الثانية لشهر مارس. مع الإشارة إلى أنه لم يتم القيام بأية عملية اخذ بالأمانة ولا عمليات ظرفية في شهر مارس. وبالإجمال ، تدخل معهد الإصدار خلال الربع الأول من سنة 2006 لسحب مبلغ وسطي قدره 33 مليون دينار في شكل نداءات عروض سالبة استكملها بعمليات أخذ بالأمانة لمدة تتراوح بين يوم واحد وسبعة أيام بمبلغ 3 مليون دينار و بعمليات لآخر اليوم في شكل استرجاع للسيولة بمبلغ 09 ملايين دينار.

أما عمليات السوق المفتوحة فقد بلغت 136 مليون دينار في آخر مارس 2006، حيث قام معهد الإصدار بأربع عمليات شراء نهائي لرقاع الخزينة ، وقد تركزت هذه العمليات على خطوط رقااع الخزينة القابلة للتظهير لسبتمبر 2006، وجويلية 2007 وجوان 2008 بمبالغ 39 مليون دينار و 65 مليون دينار و 12 مليون دينار على التوالي، وعلى مختلف خطوط رقااع الخزينة قصيرة الأجل (5 مليون دينار). ونتيجة لذلك ارتفع القائم الواسطي لعمليات السوق المفتوحة في هذا الربع إلى 88 مليون دينار وبالتالي أسفرت مجموع عمليات السياسة النقدية عن حقن مبلغ وسطي قدره 49 مليون دينار في الربع الأول من سنة 2006.

وفي الربع الثالث من السنة الجارية والذي تقلصت فيه السيولة البنكية ، الأمر الذي أدى إلى تدخل معهد الإصدار في أربع مناسبات لحقن النقد المركزي في شكل نداءات عروض موجبة تراوحت مبالغها بين حد أدنى قدره 170 مليون دينار وحد أقصى بـ 250 مليون دينار ، وفي خمس مناسبات عن طريق نداءات العروض السالبة ابتداء من النصف الثاني من شهر أوت لإسترجاع فائض السيولة. وقد تراوحت المبالغ التي تم استردادها بين 77 مليون دينار و 409 مليون دينار، وبشكل إجمالي تم استرجاع مبلغ وسطي قدره 20 مليون دينار عن طريق نداءات العروض خلال الربع الثالث مقابل استرجاع قدره 12 مليون دينار خلال الربع الثاني من نفس السنة.

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 71، مرجع سابق، ص14.

كما قام معهد الإصدار بعمليات بيع لرقاع الخزينة مع التعهد بإعادة الشراء يوم 15 سبتمبر لامتناس فائض السيولة ، حيث بلغت أول عملية 87 مليون دينار لمدة تتراوح بين ثلاثة وأربعة أيام بينما تم إنجاز عملية ثانية يوم 21 سبتمبر بمبلغ 92 مليون دينار ولمدة سبعة أيام وفي جانب آخر لجأ معهد الإصدار إلى عمليات الأمانة لمدة تتراوح بين يوم واحد وسبعة أيام بمبلغ وسطي قدره 13 مليون دينار استكملها بعمليات ظرفية لتعديل دقيق للسيولة البنكية في شكل استرجاع للسيولة بلغت في المعدل 09 مليون دينار خلال الربع الثالث.

وفيما يتعلق بعمليات السوق المفتوحة فقد كثف معهد الإصدار تدخلاته من خلال القيام بثلاث عمليات شراء نهائي لرقاع الخزينة بمبلغ إجمالي قدره 171 مليون دينار.¹ وقد تمت هذه العمليات خلال شهر جويلية والعشرية الأولى من شهر أوت وشملت شراء رقااع الخزينة القابلة للتتظير على خطوط جويلية 2007 (48 مليون دينار) وجوان 2008 (65 مليون دينار) ومارس 2009 (32 مليون دينار) وأفريل 2010 (21 مليون دينار) ومارس 2012 (5 مليون دينار)، والملاحظ أن قائم عمليات السوق المفتوحة قد تدعم خلال الربع الثالث حيث بلغ أعلى مستوى له يوم 08 أوت 2006 أي 476 مليون دينار.

وتبعا لتحسن السيولة البنكية التي ظهرت في النصف الثاني من شهر أوت قام معهد الإصدار بسبع عمليات بيع نهائي لرقاع الخزينة بمبلغ إجمالي قدره 248 مليون دينار ، وتضمنت هذه العمليات خاصة رقااع الخزينة القابلة للتتظير على خطوط سبتمبر 2006 (41 مليون دينار) وجويلية 2007 (161 مليون دينار) وجوان 2008 (33 مليون دينار) ومارس 2009 (3 مليون دينار) ومارس 2012 (10 مليون دينار).

وخلال الربع الثالث وقع أيضا تسديد رقااع الخزينة القابلة للتتظير على خط جويلية 2007 وكذلك رقااع الخزينة قصيرة الأجل بأجل 29 أوت 2006 بمبلغ إجمالي قدره 6 مليون دينار وبالتالي تراجع قائم عمليات السوق المفتوحة من 311 مليون دينار في آخر جوان إلى 221 مليون دينار في موفى شهر سبتمبر.

وبشكل إجمالي أسفرت عمليات السياسة النقدية عن ضخ السيولة بمقدار وسطي قدره 323 مليون دينار في المعدل بالنسبة للربع الثالث من سنة 2006 مقابل 168 مليون دينار خلال الربع الثاني .

وكتقييم لتدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية لسنة 2006، فقد قرر مجلس إدارة البنك المركزي خلال انعقاد جلسته ليوم 26 سبتمبر 2006 الزيادة في النسبة المرجعية لمعهد الإصدار من 5% إلى 5.25% وذلك لمواجهة ارتفاع المستوى العام للأسعار الناتج عن غلو الأسعار العالمية للمواد الأولية والمحروقات ، خاصة وأن هذا القرار يساهم في تحقيق الهدف المنشود وهو التحكم في نسبة التضخم، وكذلك تشجيع الإدخار والاستثمار الناجع وترشيد قروض الاستهلاك.

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 73، مرجع سابق، ص13.

كما قام معهد الإصدار وفي إطار سعيه الدائم لتنويع أساليب تدخله وحرصا منه على تثمين أدوات السياسة النقدية في سبتمبر 2006 بعمليات شراء مع التعهد بإعادة البيع، وبشكل أوضح تتمثل هذه العمليات التي تم وضع إطارها القانوني منذ سنة 2003 في عمليات شراء (بيع) مع التعهد بإعادة البيع (إعادة الشراء) للأوراق المالية والسندات التجارية مع التحويل الفعلي لملكية السندات ، وذلك بمقتضى اتفاقية نموذجية ممضية مع البنوك.

الفرع الثاني: السوق النقدية التونسية سنة 2007

أولا: سوق ما بين البنوك

لقد اتسمت سوق ما بين البنوك خلال الربع الثاني من سنة 2007 بتراجع الحاجيات الصافية من السيولة لبعض البنوك بوتيرة أكثر تدعما من عرض البنوك ذات الفائض الأمر الذي يعني تحسن السيولة في السوق مقارنة بالربع الأول من نفس السنة. حيث استقر حجم الصفقات المنفذة في سوق ما بين البنوك عند 305 ملايين دينار خلال الربع الثاني مقابل 356 مليون دينار خلال الربع الأول. كما بلغت العمليات ليوم واحد خلال الربع الثاني 229 مليون دينار لتمثل 75% من إجمالي الصفقات البنكية حيث تدعت بـ 18 مليون دينار أي بنسبة 8.5% مقارنة بالربع الأول، وفي المقابل تراجعت العمليات لأجل بـ 6.9 مليون دينار وشكلت حصتها بشكل إجمالي 25% من إجمالي الصفقات البنكية.

كذلك سير الخزينة البنكية الملاحظ منذ المنتصف الثاني من شهر أوت 2007، والذي ظهر بشكل أكبر خلال الأشهر الموالية، قد عكس وضعية فائض السيولة خاصة خلال الأشهر سبتمبر، أكتوبر، نوفمبر. حيث اتسمت هذه الفترة بزيادة عرض البنوك ذات الفائض بوتيرة أكثر تدعما من حاجيات البنوك ذات العجز، وهذا ما يترجم تحسن السيولة في السوق خلال الربع الأخير من سنة 2007 مقارنة بالربع الثالث.

وتجدر الإشارة أن معدلات الفائدة ليوم واحد قد تقلبت بين 5.00% و 5.42% وبالتالي معدلات الفائدة الوسطية تراوحت بين 5.18% و 5.26%.

ثانيا: السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي التونسي:

1- السيولة البنكية:

جدول رقم (74): تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2007 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة	3900-	3884-	4134-	4168-
الحاصل الصافي للإدارة المركزية	72+	277+	244	106
منه: حاصل الحساب الجاري للخرينة	518-	315-	354-	495-
الأصول الصافية على الخارج	6904+	6805+	7121	7066
منها: الموجودات الصافية من العملة الأجنبية	8553+	8605+	9273	9265
العوامل الصافية الأخرى	2909-	3017-	2791-	2465-
أ- مجموع العوامل الذاتية	167+	181+	440	542
ب- مجموع عمليات السياسة النقدية	143+	137+	96-	168-
أ + ب: الموجودات في الحساب الجاري للبنوك	310+	318+	344	374

Source: périodique de conjoncture , la banque centrale tunisienne, P11, P17, 2007

بعد وضعية السيولة خلال الربع الأول من سنة 2007 تحسنت الخزينة البنكية في الربع الثاني من سنة 2007، ويعود ذلك إلى الآثار التوسعية التي سلطتها في آن واحد حاصل صافي الإدارة المركزية وبدرجة أقل الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة، ولولا الأثر التقييدي لقائم الأصول الصافية على الخارج وقائم العوامل الأخرى لكان هذا التوسع أكثر حدة. كذلك استمرارية تحسن السيولة إلى غاية الربع الأخير من سنة 2007 فإنه يعود إلى الأثر التوسعي الذي نتج عن إنخفاض قائم العوامل الأخرى.

2- تدخلات البنك المركزي التونسي وتقييمها في السوق.

جدول رقم (75): تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2007 الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
نداءات العروض	26-	37-	180-	198-
عمليات أخذ بالأمانة	-	-	10+	05+
شراء رقايع الخزينة	61+	26+	-	-
عمليات ظرفية	09+	6-	4-	-
الشراء النهائي	99	154	78	25
اجمالي تدخلات معهد الإصدار	143+	137+	96-	168-

Source: périodique de conjoncture , la banque centrale de tunisie, opcit P11, P17, 2007

مع بداية تحسن السيولة البنكية في السوق النقدية خلال الربع الأول من سنة 2007، تدخل معهد الإصدار في السوق لتنظيم السيولة البنكية من خلال العمليات على الأوراق المالية (خاصة الحكومية). ففي الربع الثاني من سنة 2007 تدخل معهد الإصدار لإسترداد السيولة من السوق ثلاث مرات من خلال نداءات العروض السالبة لامتناس الفوائض النقدية، حيث تراوحت مبالغ هذه العمليات بين 70 مليون دينار و 254 مليون دينار أي استرجاع مبلغ وسطي قدره 37 مليون دينار عن طريق نداءات العروض.

وبصورة أدق طرحت هذه العروض خلال النصف الثاني من الأشهر التالية أفريل، ماي، جوان. كما قام معهد الإصدار بعمليات الأمانة في سنة 2007، حيث نفذ في البداية خلال الربع الثاني من سنة 2007، عمليتي أمانة في شكل شراء مع التعهد بإعادة البيع بمبلغ 105 مليون دينار و 122 مليون دينار لفترات 14 يوم و 15 يوم على التوالي في شهر أفريل. مع الإشارة إلى أن هذه العمليات قد تمت في سياق تميز بزيادة احتياجات البنوك لإعادة التمويل لدى معهد الإصدار. أما عملية الأمانة الثالثة فقد تمت تحت شكل بيع مع الإلتزام بإعادة شراء والتي تمت في نهاية شهر ماي، وهي الفترة التي تحسنت فيها الخزينة البنكية بوضوح، ومبلغ هذه العملية 134 مليون دينار ولمدة 07 أيام

وبالتالي المبلغ الواسطي لعمليات الأمانة خلال الربع الثاني 26 مليون دينار مقابل 61 مليون دينار خلال الربع الأول من سنة 2007، (في شكل شراء لرقاع الخزينة مع التعهد بإعادة البيع من البنوك). ومن أجل تعديل السيولة البنكية ، تدخل أيضا معهد الإصدار من خلال عمليات التعديل النهائي (عمليات ظرفية) ففي شهر ماي تم تنفيذ عملية ضخ للسيولة بمبلغ 206 مليون دينار. وتبعاً لتحسن السيولة البنكية الذي ميز النصف الثاني من شهر جوان تدخل معهد الإصدار بعمليات استرجاع خلال الأيام الثلاثة الأخيرة من هذا الشهر لإمتصاص الفوائض من السيولة. وهذه التدخلات الأخيرة (عمليات الاسترجاع) تمت بمبلغ 316 مليون دينار و 333 مليون دينار. وبالتالي بلغت العمليات الظرفية في المتوسط خلال الربع الثاني من سنة 2007 (06 مليون دينار) في شكل استرجاع للسيولة مقابل حقن وسطي للسيولة قدره (09 مليون دينار). أما بالنسبة لعمليات السوق المفتوحة فقد انتقلت من مبلغ وسطي قدره 99 مليون دينار إلى 154 مليون دينار خلال الربع الثاني في شكل عمليات شراء نهائي.

وبالتالي بلغت تدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية خلال الربع الثاني 137 مليون دينار في شكل حقن للسيولة مقابل 143 مليون دينار خلال الربع الأول من سنة 2007. وبالنسبة للربع الثالث والأخير من سنة 2007، وبالنظر إلى زيادة فائض السيولة البنكية فقد كثف معهد الإصدار تدخلاته في السوق النقدية لإسترجاع السيولة الزائدة حيث نفذ عشرة عمليات في شكل نداء عروض إيجابية أسفرت عن حقن مبلغ قدره 179 مليون دينار خلال الأسبوع الذي سبق عيد الأضحى

، أما باقي العمليات (التسع عمليات) في شكل نداءات عروض سلبية تراوحت مبالغها بين حد أدنى قدره 95 مليون دينار وحد أقصى 509 مليون دينار وذلك من أجل سحب السيولة الزائدة من السوق. وبالتالي تم سحب مبلغ وسطي قدره 198 مليون دينار خلال الربع الأخير من سنة 2007 مقابل سحب قدره 180 مليون دينار في شكل نداءات عروض سالبة أيضا خلال الربع الثالث من نفس السنة. كذلك تدخل معهد الإصدار من خلال ثلاث عمليات في شكل أخذ بالأمانة لفترة من واحد إلى سبعة وبمبلغ قدره 5 مليون دينار خلال الربع الأخير من سنة 2007 كما تدخل معهد الإصدار من خلال عمليات السوق المفتوحة بمبلغ 25 مليون دينار خلال الربع الأخير من سنة 2007 مقابل 78 مليون دينار خلال الربع الثالث من نفس السنة. ومن ثمة بلغت تدخلات معهد الإصدار لاسترجاع السيولة الزائدة 168 مليون دينار خلال الربع الثالث من نفس السنة.

جدول رقم (76) : معدلات الفائدة على تدخلات مؤسسة الإصدار خلال سنة 2007

معدل نداءات العروض	معدل الأمانة من 01 إلى 7 أيام	معدل السحب	معدل حقن السيولة	المعدل المتوسط المرجح لعمليات الأمانة لرقاع الخزينة لـ 3 أشهر
5.25%	6.25%	5.13%	5.38%	5.08%

Source: statistique Financière, opcit, n°161, P35

وكتقييم لتدخلات معهد الإصدار استطاع هذا الأخير أن يواكب تطورات السوق النقدية خلال سنة 2007 بحقق السيولة اللازمة في حالة العجز وسحب السيولة الزائدة في حالة فائض السيولة. أيضا حاول معهد الإصدار أن تكون معدلات فائدة السوق النقدية محصورة ضمن مجال [5.25%- 6.25%] من خلال تدخلاته عبر نداءات العروض بمعدل فائدة يشكل الحد الأدنى وعمليات الأمانة بمعدل فائدة يشكل الحد الأقصى مع القيام بعمليات ظرفية لتعديل النهائي للسيولة.

الفرع الثالث: السوق النقدية التونسية سنة 2008.

أولا: سوق ما بين البنوك خلال سنة 2008.

خلال الربع الأول تراجع حجم الصفقات من ربع إلى آخر من 585 مليون دينار في المتوسط إلى 411 مليون، أي بإنخفاض قدره 174 مليون، ونتج هذا التطور من إنخفاض بـ 103 مليون من الصفقات ليوم واحد و 71 مليون من الصفقات لأجل¹.

أما خلال الربع الأخير من نفس السنة فقد تضاعف تقريبا حجم الصفقات من 464 مليون في المتوسط إلى 864 مليون أي بارتفاع قدره 400 مليون، وقد نتج هذا التطور من إرتفاع العمليات لأجل (293 مليون) والعمليات ليوم واحد 107 مليون، وتجدر الإشارة أن العمليات لأجل قد إستمرت في السيطرة

¹ - périodique de conjoncture économique, Banque centrale de Tunisie, n80, Juin 2008, p15. www.bct.gov.tn/du 03.01.2014 à 15:20 .

بـ 72% من إجمالي الصفقات.¹ أما معدلات الفائدة في السوق ليوم واحد فقد تقلبت بين 4.90% و5.38%.

ثانيا :السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي.

1.السيولة البنكية.

جدول رقم (77): تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2008. الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة	4305-	4274-	4554-	4524-
الحاصل الصافي للإدارة المركزية	203-	23	123	14
منه حاصل الحساب الجاري للخرينة	660-	489-	456-	563-
الأصول الصافية على الخارج	7479	7970	8495	8550
العوامل الصافية الأخرى	2604-	2533-	2404-	2808-
أ- مجموع العوامل الذاتية	367	1140	1660	1232
ب- مجموع عمليات السياسة النقدية	87	544-	954-	206-
أ + ب: الموجودات في الحساب الجاري للبنوك	454	596	706	972

Source ;périodique de conjoncture économique,b.c.t,opcitn80p14n82p17.opcit

بعد تقلصها في الربع الأول من سنة 2008،عرفت خزينة البنوك تحسنا خلال الربع الثاني من السنة ويعكس ذلك الآثار التوسعية المسطرة من إرتفاع الأصول الصافية على الخارج والرصيد الصافي للإدارات العمومية الذي إقترن مع إنخفاض الأوراق النقدية المتداولة.

لكن بعد توسع هذه السيولة خلال الربع الثالث من نفس السنة تقلص هذا الفائض خلال الربع الموالي الأمر الذي يعكس الأثر التقييدي المسلط خصوصا من تراجع الرصيد الصافي للإدارات العمومية.وهذا التقلص كان يمكن أن يكون أكثر حدة لولا الآثار التوسعية التي نتجت عن إرتفاع الأصول الصافية على الخارج وإنخفاض الأوراق النقدية في التداول.

¹ - périodique de conjoncture économique,Banque centrale de Tunisie,n82,décembre 2008,p17.

2- تدخلات البنك المركزي وتقييمها.

جدول رقم (78): تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية خلال سنة 2008

الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
نداءات العروض	53-	568-	979-	285-
عمليات أخذ بالأمانة	-	6	-	-
شراء رقايع الخزينة	-	-	-	-
عمليات ظرفية	-	-	-	-
الأمانات المسلمة	115	-	-	-
شراء نهائي	25	25	25	25
اجمالي تدخلات معهد الإصدار	87	544-	954-	260-

المصدر: نشرية الطرف الاقتصادي ، العدد 80 ص14، العدد 82 ص17، مرجع سابق.

ركز معهد الإصدار تدخلاته على عمليات نداءات العروض السالبة لأجل تمتد من أسبوع إلى شهر، كما إستمر في محاولته لتخفيض معدل التضخم حيث سجل هذا المعدل 3.3% سنة 2008 مقابل 3.1% في السنة الفارطة.

المطلب الرابع: اتجاه السوق النقدية التونسية (2009-2011)

الفرع الأول: السوق النقدية التونسية سنة 2009:

أولا: سوق ما بين البنوك

في الربع الأول من سنة 2009 اتسم بارتفاع عرض البنوك ذات الفائض مع انخفاض طلب البنوك ذات العجز، ومن ثمة تزايد فائض السيولة الذي بلغ في المعدل 688 مليون دينار خلال هذا الربع مقابل 260 مليون دينار في الربع الأخير من سنة 2008. كذلك خلال الربع الأول من نفس السنة تقلصت المعاملات في سوق ما بين البنوك، إذ تراجع من 864 مليون دينار في المعدل إلى 516 مليون دينار أي بإنخفاض قدره 348 مليون دينار، وقد شمل هذا التراجع انخفاض العمليات لأجل (-222 مليون دينار) وبدرجة أقل العمليات ليوم واحد (-126 مليون دينار) مع الإشارة إلى أن العمليات لأجل لا تزال تمثل أكثر من ثلثي إجمالي العمليات أي بنسبة 77% منها.¹

وفي الربع الثاني من سنة 2009، تدعم فائض السيولة الذي ميز الربع الأول من نفس السنة بشكل أكثر حيث تزامن ارتفاع العرض لدى البنوك ذات الفائض مع انخفاض طلب البنوك ذات الحاجة إلى السيولة، الأمر الذي أدى إلى تدعم فائض السيولة في السوق النقدية بـ 235 مليون دينار ليبلغ قائم السيولة البنكية 923 مليون دينار خلال هذا الربع. كما تقلصت المعاملات في سوق ما بين البنوك

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 83، سنة 2009، ص13

خلال الربع الثاني إذ تراجعت من 516 مليون دينار في المعدل إلى 396 مليون دينار، أي بانخفاض قدره 120 مليون دينار من ربع لآخر، ويظهر هذا الاتجاه تراجع العمليات لأجل والعمليات ليوم واحد بمبالغ 114 مليون دينار و 6 ملايين دينار، على التوالي، مع العلم أن العمليات لأجل لا تزال غالبية بحصة 71% من المجموع.

وفي الربع الثالث من سنة 2009 تم تسجيل تقلص في فائض السيولة البنكية، واستمر هذا التقلص إلى غاية الربع الأخير من نفس السنة، حيث أدى إرتفاع طلب البنوك ذات العجز بنسق أسرع من ذلك المسجل على مستوى عرض البنوك ذات الفائض إلى تراجع فائض السيولة في السوق النقدية. وقد تدعمت المعاملات على مستوى سوق ما بين البنوك بصفة ملحوظة لتنتقل من 437 مليون دينار في المعدل خلال الربع الثالث من سنة 2009 إلى 685 مليون دينار خلال الربع الأخير من نفس السنة أي بزيادة قدرها 248 مليون دينار أو 57%. ويظهر هذا التدعم بشكل أساسي في العمليات لأجل (+184 مليون دينار) والتي لا تزال مسيطرة بحصة قدرها 76% من مجموع المعاملات.

وبخصوص نسبة الفائدة المرجحة في السوق فقد تقلبت نسبة الفائدة ليوم واحد خلال الربع الأول من سنة 2009 بين 4% و 5.38% ونتيجة لذلك بلغت معدلات نسب الفائدة الوسطية في السوق النقدية 4.70% و 4.47% و 4.26% على التوالي خلال أشهر جانفي وفيفري ومارس من سنة 2009 الأمر الذي أفرز نسبة وسطية للثلاثي بـ 4.47%. أما في الربع الثاني من سنة 2009، فقد تقلبت نسبة الفائدة بين 4.05% و 4.50% ومن ثمة بلغت معدلات نسب الفائدة الوسطية في السوق 4.30% و 4.23% و 4.25% خلال أشهر أفرى لوماي وجوان من سنة 2009 على التوالي، وبالتالي بلغت النسبة الوسطية للثلاثي 4.26%.

وفي الربع الأخير من نفس السنة فقد تقلبت نسبة الفائدة بين 4.05% و 4.80% ومن ثمة بلغت نسبة الفائدة في السوق 4.22% و 4.29% و 4.18% خلال أشهر أكتوبر ونوفمبر وديسمبر 2003 على التوالي، وبنسبة وسطية للثلاثي 4.23%.

ثانيا: السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي التونسي.

1- السيولة البنكية.

جدول رقم (79): تطور عوامل السيولة البنكية خلال سنة 2009. الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة	4628-	4719-	5150-	5168-
الحاصل الصافي للإدارة المركزية	106-	3	0	426-
منه حاصل الحساب الجاري للخرينة	654-	589-	521-	874-
الأصول الصافية على الخارج	9442	9722	10040	10377
منها: الموجودات الصافية من العملة الأجنبية	12028	12131	12859	13181
العوامل الصافية الأخرى	3315-	3365-	3224-	3123-
ب- مجموع العوامل الذاتية	1393	1641	1666	1660
ب- مجموع عمليات السياسة النقدية	688-	923-	896-	870-
أ + ب: الموجودات في الحساب الجاري للبنوك	705	718	770	790

المصدر: نشرية الطرف الاقتصادي البنك المركزي التونسي، العدد 84 ص 13، العدد 86 ص 14، 2009.

فبعد أن عرفت تراجعاً هاماً خلال الربع الأخير من سنة 2008 تدعمت السيولة البنكية من جديد وظهور حالة من الفائض خلال الربع الأول من سنة 2009 بسبب الأثر التوسعي الممارس من ارتفاع قائم الأصول الصافية على الخارج ، ولولا الآثار التقييدية التي نتجت من زيادة الأوراق النقدية والمسكوكات في التداول ومن تراجع الحاصل الصافي للإدارة المركزية لكان هذا التوسع أكثر حدة.

وفي الربع الثاني من نفس السنة تدعم فائض السيولة بشكل أكبر كنتيجة للآثار التوسعية التي سلطها ارتفاع كل من الأصول الصافية على الخارج والحاصل الصافي للإدارة المركزية ، ولولا الأثر التقييدي الناتج عن زيادة الأوراق النقدية والمسكوكات في التداول لكان هذا التوسع في السيولة أشد حدة.

أما الربع الثالث فقد اتسم بتقلص فائض السيولة الذي استمر إلى غاية الربع الأخير من سنة 2009، وقد عكس هذا التقلص الأثر التقييدي الذي مارسه التراجع الحاصل الصافي للإدارة المركزية بالتزامن مع زيادة الأوراق النقدية والمسكوكات في التداول ، إلا أن حدة هذا الأثر على السيولة قد خفت بارتفاع الأصول الصافية على الخارج.

- الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة:

إن ارتفاع هذا القوائم خلال الربع الأول من سنة 2009 بـ 104 مليون دينار قد أدى إلى تقلص السيولة البنكية بنفس المقدار 104 مليون.

كذلك ارتفع قائم الأوراق مرة أخرى في الربع الثاني من نفس السنة ليبلغ 4719 مليون دينار في المعدل وبزيادة قدرها 91 مليون دينار ، مما أنتج تقلصا للسيولة البنكية بنفس المقدار .

كما مارس هذا القوائم (الأوراق النقدية والمسكوكات في التداول) خلال الربع الأخير من سنة 2009 أثرا تقييديا بـ 18 مليون دينار نتيجة ارتفاع هذا القوائم ، ومن ثمة ساهم في تقليص السيولة البنكية بنفس المقدار 18 مليون دينار ، مع الإشارة إلى أن مستوى قائم الأوراق قد تقلب خلال هذا الربع الأخير بين 5019 مليون دينار و 5430 مليون دينار تم تسجيلهما على التوالي ، يومي 21 أكتوبر و 26 نوفمبر ، ويوافق هذا الأخير ، اليوم السابق لعيد الأضحى.¹

- الحاصل الصافي للإدارة المركزية:

تراجع هذا الحاصل خلال الربع الأول من سنة 2009 بـ 120 مليون دينار ليبلغ 106 مليون دينار ، الأمر الذي ساهم في تقليص السيولة البنكية بنفس المقدار 120 مليون ويعزى تراجع هذا الحاصل إلى ارتفاع حاصل الحساب الجاري للخرينة بـ 91 مليون دينار والذي نتج عن تحصيل موارد جبائية هامة مع تحصيل حجم قدره 436 مليون دينار من خلال طرح رقاع الخرينة للاكتتاب منها 358 مليون دينار في شكل رقاع الخرينة القابلة للتظهير، وكذلك تحصيل جزء من أرباح شركة فوسفات قفصة 200 مليون دينار، لكن ارتفاع الحساب الجاري للخرينة قد خف بفعل تسديد رقاع الخرينة القابلة للتظهير 712 مليون دينار وبفعل التحويلات الموجهة لعدد من المؤسسات والشركات العمومية وكذلك بفعل المصاريف بعنوان تسديد الدين الخارجي.

وفي الربع الثاني من نفس السنة ارتفع الحاصل الصافي للإدارة المركزية بـ 109+ مليون دينار ليبلغ 03 مليون دينار ويعود هذا التدعم أو الارتفاع إلى:²

* تراجع حاصل الحساب الجاري للخرينة بـ 65 مليون دينار والذي نتج عن التحويلات الهامة لبعض المؤسسات والشركات العمومية 917 مليون دينار، بالإضافة إلى رصد مصاريف لتسديد الدين الخارجي ورصد حجم هام للفوائد على رقاع الخرينة القابلة للتظهير 126 مليون دينار ، إلا أن الأثر الناتج عن هذه المصاريف قد خف لأهمية الموارد خاصة الجبائية والتي تزامنت مع تحصيل حجم بـ 106 مليون دينار في شكل اكتتاب في رقاع الخرينة منها 98 مليون دينار في شكل رقاع الخرينة

¹ - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 86، مرجع سابق، ص13

² - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 84، مرجع سابق، ص12

القابلة للتنظير وتحصيل أرباح من شركة اتصالات تونس 139 مليون دينار وكذلك جزء من أرباح شركة فسفاط قفصة 150 مليون دينار ومن المجمع الكيميائي التونسي 150 مليون دينار.

* ارتفاع التسبقة إلى الدولة، المتعلقة بالاكنتاب في صناديق النقد الدولية بـ 27 مليون دينار.

* بالإضافة إلى الأثر التوسعي الناتج عن انخفاض حسابات صندوق التطوير واللامركزية الصناعية وصندوق النهوض بالصناعات التقليدية والمهن الصغرى بـ 13 مليون دينار و 07 مليون دينار على التوالي.

أما الربع الأخير من سنة 2009 فقد شهد انخفاض الحاصل الصافي للإدارة المركزية بـ 426 مليون دينار ليبلغ في المعدل (-426 مليون دينار)، وقد نتج هذا التراجع عن:

* ارتفاع حاصل الحساب الجاري للخرينة بـ 353 مليون دينار والذي نتج عن تحصيل مبالغ جبائية وعن اكتتابات صافية في رفاع الخرينة 156 مليون دينار مقابل 224 مليون دينار في الربع الثالث من نفس السنة، وعن تحصيل حجم بـ 145 مليون دينار من أرباح كل من شركة فسفاط قفصة 105 مليون دينار والمجمع الكيميائي التونسي 30 مليون دينار والتي تزامنت مع تحويل مبلغ 63 مليون دينار من حساب " عملات أجنبية في انتظار التسوية" لفائدة الحساب الجاري للخرينة والناتج من الهبتين الممنوحتين من الاتحاد الأوروبي في شهر ديسمبر بمبلغ قدره 33 مليون دينار في إطار برنامج دعم الإندماج.

إلا أن الأثر التقيدي الناتج من هذه الإيرادات قد خف بالأثر التوسعي للتحويلات التي قامت الخرينة لفائدة بعض المؤسسات العمومية، بمبلغ إجمالي قدره 1653 مليون دينار مقابل 1178 مليون دينار خلال الربع الثالث من سنة 2009 والتي استفادت منها ديوان الحبوب وصناديق الضمان الاجتماعي والمؤسسة التونسية للأنشطة البترولية والديوان الوطني للزيت والوكالة الوطنية للتبغ وتزامنت هذه التحويلات مع تسديد أفساط الدين العمومي الداخلي والخارجي.

* ارتفاع بند " الحكومة التونسية، حسابات مختلفة" بـ 82 مليون دينار والناتج عن تحصيل عائدات التفويت في اللزمة الثالثة للهاتف النقال للمتعاملين اتصالات فرنسا وديفونا تلكوم في شهر أوت بمبلغ قدره 187 مليون دينار.

- الأصول الصافية على الخارج:

تحسنت السيولة البنكية نتيجة تدعم الأصول الصافية على الخارج خاصة تحسن حاصل الميزان الجاري الذي تزامن مع أهمية تدفق رؤوس الأموال التي نتجت عن:¹

* تحصيل إيرادات هامة ناجمة عن السحوبات على الافتراضات الخارجية الممنوحة خاصة من البنك الأوروبي للاستثمار 139 مليون دينار.

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 83، مرجع سابق، ص 11

* تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة خاصة مساهمة مجمع بيت التمويل الخليجي لفائدة شركة مشروع خليج تونس، المكلفة بإنجاز مرفأ تونس المالي 41 مليون دينار، بالإضافة إلى مساهمة مستثمرين أجنب في رفع رأس مال شركة متخصصة في مواد البناء 37 مليون

وخلال الربع الثاني من سنة 2009 تدعمت أيضا الأصول الصافية على الخارج بـ 280 مليون دينار ، ومن ثمة تحسنت السيولة البنكية بنفس المقدار ويعود هذا التدعيم إلى انخفاض حساب " التدخل في السوق النقدية بالعملة الأجنبية" الذي تزامن مع ارتفاع الموجودات الصافية من العملة الأجنبية بمبالغ 202 مليون دينار و 103 مليون دينار على التوالي. ولولا مصاريف تسديد الدين الخارجي لكانت زيادة الموجودات الصافية من العملة الأجنبية أهم ونتجت هذه الزيادة بشكل رئيسي عن:

* تحصيل إيرادات في شكل سحوبات على الافتراضات الخارجية الممنوحة من البنك الأوروبي للاستثمار 62 مليون دينار منها 47 مليون دينار لفائدة الشركة التونسية للكهرباء والغاز، ومن الافتراضات المسندة من مختلف المقترضين لشركة TAV-Tunisie المكلفة بإنجاز مطار النفيضة 47 مليون دينار.

* تدفق موارد في شكل استثمارات أجنبية مباشرة وخاصة إحداث شركة " بريتش غاز " لفرعها Tunisian processing company 36 مليون دينار.

* تدعم الحاصل الموجب لميزان الخدمات بالعلاقة مع تدعم المقايض السياحية كذلك استمر تدعم الأصول الصافية على الخارج بـ 390 مليون دينار في الربع الثالث من سنة 2009 إلى غاية الربع الأخير من نفس السنة بـ 337 مليون دينار ومارست بذلك أثرا توسعيا على السيولة البنكية.

وقد نتجت هذه الزيادة في هذه الأصول في الربع الأخير من ارتفاع الموجودات الصافية من العملة الأجنبية بـ 322 مليون دينار وانخفاض بند " التدخل في السوق النقدية بالعملة الأجنبية" بـ 325 مليون

كذلك ارتفع بند " الحساب الخاص للحكومة التونسية بالعملة الأجنبية" بـ 303 مليون دينار، ونتج هذا الارتفاع عن تحصيل مقايض بالعملة الأجنبية مصدرها قروض خارجية تم اسنادها من طرف البنك الأوروبي للاستثمار والبنك الإفريقي للتنمية لفائدة وزارة التجهيز والإسكان والتهيئة الترابية 82 مليون دينار، ومن طرف الوكالة الفرنسية للتنمية منها خاصة 38 مليون دينار لتمويل قطاع النزل و 19 مليون دينار لفائدة وزارة الفلاحة والموارد المائية والصيد البحري ، علاوة عن تحصيل مبلغ الهبات الممنوحة خصوصا من الاتحاد الأوروبي ومن المملكة العربية السعودية.

وبالتالي نتجت زيادة الموجودات الصافية من العملة الأجنبية من القروض الخارجية خاصة من البنك الأوروبي للاستثمار بالشراكة مع البنك الإسلامي للتنمية 89 مليون دينار لفائدة شركة Tifert المكلفة بإعداد وحدة لإنتاج الحامض الفوسفوري وكذلك BNP PARIBAS لفائدة شركة الخطوط التونسية 39 مليون دينار والوكالة الفرنسية للتنمية لفائدة كل من الشركة التونسية للكهرباء والغاز 32 مليون

دينار ووزارة الفلاحة والموارد المائية والصيد البحري 19 مليون دينار وصندوق القروض والنهوض بالجماعات المحلية 18 مليون دينار ، وذلك علاوة عن السحوبات والهبات السابق ذكرها.

- الموجودات في الحساب الجاري للبنوك:

بالنظر إلى اتجاه أهم العوامل الذاتية للسيولة البنكية خلال الربع الأول من سنة 2009 وتدخلات معهد الإصدار لاسترجاع السيولة بمعدل 688 مليون دينار وبذلك انخفض حاصل الحساب الجاري للبنوك بـ 267 مليون دينار ليبلغ 705 مليون دينار ، ومن ثمة المساهمة في تقليص السيولة البنكية بنفس المقدار 267 مليون دينار ، مبرزا بذلك الأثر الناتج عن المراجعة نحو التخفيض لنسب الاحتياطي الإجباري.

كذلك خلال الربع الثاني من سنة 2009 وانطلاقا من أهم العوامل الذاتية للسيولة البنكية وتدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية لاسترجاع السيولة معدل 923 مليون دينار ونتيجة لذلك ارتفعت الموجودات في الحساب الجاري للبنوك بـ 13 مليون دينار لتبلغ 718 مليون دينار، وبالتالي توسع السيولة البنكية بنفس المقدار +13 مليون دينار.

كما أن الأثر الناتج عن تطور مجموع العوامل الذاتية للسيولة البنكية وعمليات البنك المركزي في السوق النقدية بامتصاص مبلغ وسطي قدره 896 مليون دينار خلال الربع الثالث من نفس السنة ثم استرجاع مبلغ وسطي قدره 870 مليون دينار في الربع الأخير من سنة 2009. ونتيجة لذلك ارتفعت الموجودات في الحساب الجاري للبنوك بـ 20 مليون دينار لتبلغ 790 مليون دينار في المعدل.

2- تدخلات البنك المركزي التونسي وتقييمها في السوق.

جدول رقم (80): تدخلات البنك المركزي التونسي في السوق النقدية خلال سنة 2009

الوحدة مليون دينار

المسمى	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
نداءات العروض	696-	935-	888-	900-
عمليات أخذ بالأمانة	5	-	-	-
شراء رقاق الخزينة	-	-	-	-
عمليات ظرفية	5-	-	-	27-
تسهيلات ايداع	17-	15-	33-	32+
تسهيلات قرض	-	2+	-	25
شراء نهائي	25	25	25	25
اجمالي تدخلات معهد الإصدار	688-	923-	896-	870-

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي ، العدد 84، العدد 86، مرجع سابق.

خلال الربع الأول من سنة 2009، ركز معهد الإصدار تدخلاته على عمليات المناقصة لاسترجاع فوائض السيولة بآجال تمتد من أسبوع إلى شهر واحد، حيث تم بهذه الآلية استرجاع حجم وسطي قدره 696 مليون دينار.¹ كما لجأ معهد الإصدار أيضا خلال شهر جانفي لعمليات تعديل دقيق لاسترجاع فائض السيولة، بمبالغ تراوحت بين 27 مليون دينار و 117 مليون دينار، كذلك اتجهت البنوك في نهاية شهر جانفي إلى عمليات الأمانة بمدة تتراوح بين يوم و 07 أيام ، وبحجم قدره 133 مليون دينار. بالإضافة إلى ذلك أدخل معهد الإصدار التسهيلات الدائمة للقرض والإيداع لمدة 24 ساعة، ومع اعتماد هذه التسهيلات لجأت البنوك خلال شهري فيفري ومارس إلى التسهيلات الإيداع لمدة 24 ساعة ، بنسبة فائدة تقدر بـ 4% بمبالغ تراوحت بين 8 مليون دينار و 324 مليون دينار أي بمعدل بلغ 17 مليون دينار لكامل الربع الأول. أما عمليات السوق المفتوحة فقد استقر قائمها طوال الربع الأول من سنة 2009 في مستوى 25 مليون دينار وهو نفس المستوى منذ أكتوبر 2007.

أيضا خلال الربع الثاني من سنة 2009 ركز معهد الإصدار تدخلاته بالأساس على نداءات العروض السالبة (نتيجة لفائض السيولة البنكية في السوق النقدية) بآجال تمتد بين أسبوع وشهر واحد . كما أن البنوك قد لجأت إلى معهد الإصدار لتوظيف فوائضها من السيولة في شكل تسهيلات دائمة للإيداع لمدة 24 ساعة، بمبالغ تتراوح بين 04 مليون دينار و 304 مليون دينار ، وبمعدل قدره 15 مليون دينار خلال الربع الثاني من نفس السنة. كذلك تم اللجوء إلى تسهيلات القرض لمدة 24 ساعة بمبالغ تتراوح بين 11 مليون دينار و 23 مليون دينار أي بمعدل قدره مليوني دينار. وفيما يخص عمليات السوق المفتوحة فقد بلغ قائمها خلال الربع الثاني 25 مليون دينار أي نفس مستوى الربع الأول.

وبالإجمال تم استرجاع مبلغ وسطي قدره 923 مليون دينار خلال الربع الثاني مقابل 688 مليون دينار في الربع السابق.

كذلك وفي إطار عملياته للسياسة النقدية في الربع الثالث والأخير من سنة 2009، ركز معهد الإصدار تدخلاته بالأساس على طلبات العروض السالبة ، وبآجال تمتد بين أسبوع وشهر واحد، حيث تم امتصاص مبلغ وسطي قدره 900 مليون دينار خلال الربع الأخير مقابل 888 مليون دينار في الربع الثالث من نفس السنة، وفق آلية نداء العروض. وأيضا لجأت البنوك إلى معهد الإصدار لتوظيف فوائضها من السيولة من خلال التسهيلات الدائمة للإيداع لمدة 24 ساعة بمبالغ تتراوح بين 54 مليون دينار و 713 مليون دينار خلال الربع الأخير وبمعدل قدره 27 مليون دينار. كما تم تنفيذ عمليات السوق المفتوحة عند مبلغ 25 مليون دينار (أي نفس المستوى السابق) خلال الربع الأخير من سنة 2009. وبالتالي

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 83، مرجع سابق، ص13

بلغت مبالغ استرجاع السيولة خلال الربع الثالث 896 مليون دينار ومبلغ 870 مليون دينار في الربع الأخير من سنة 2009.

مع الإشارة إلى أن معدلات الفائدة على تدخلات معهد الإصدار خلال سنة 2009 كانت كالتالي:

جدول رقم(81) :معدلات الفائدة المطبقة على تدخلات معهد الإصدار خلال سنة 2009

الربع	الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الأخير
نسبة مئوية	4.48	4.26	-	4.23

المصدر: نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي، مارس 2009، ص 14 وجوان 2009. ص 14، ديسمبر 2009 ص 15.

وللتذكير فإن حالة فائض السيولة التي ظهرت خلال الربع الأول من السنة دفعت بمعهد الإصدار للتدخل في السوق من خلال الآليات المذكورة سابقا حيث كان معدل الفائدة في سوق ما بين البنوك 4.48% خلال الربع الأول ثم وصل إلى 4.23% خلال الربع الأخير من نفس السنة، وهو ما يعكس وضعية خزينة البنوك.

حيث حاول معهد الإصدار من خلال تدخلاته في السوق أن تتقلب معدلات الفائدة ليوم واحد ضمن مجال محصور بين 4% (المعدل الأدنى للتسهيلات الإيداع لـ 24 ساعة) و 5% (المعدل الأقصى لتسهيلات الإقراض).

وكتقييم لتدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية خلال سنة 2009 فقد قررت السلطات النقدية لمواجهة انعكاسات الأزمة المالية العالمية على النشاط الاقتصادي بمراجعة نسبة الفائدة الرئيسية للبنك المركزي التونسي نحو التخفيض في 17 فيفري 2009، لتراجع من 5.25% إلى 4.5% بفضل انفراج الضغوطات التضخمية وذلك من أجل تدعيم المؤسسة والنهوض بالاستثمار ومن ثمة زيادة العمالة. كذلك ، وفي إطار تنويع أدوات التحكم في السيولة البنكية في السوق النقدية، أدخل البنك المركزي التونسي التسهيلات الدائمة للقرض والإيداع لمدة 24 ساعة والتي تتم بمبادرة البنوك سواء لتلبية احتياجاتها من السيولة أو لتوظيف فوائدها النقدية .

حيث تلجأ البنوك إلى هذه التسهيلات في نهاية اليوم، وتوظف عليها نسبة فائدة تساوي النسبة الرئيسية للبنك المركزي التونسي يضاف إليها أو يخصم منها هامش، يتم إعلام البنوك بمقداره مسبقا، مع العلم أن هذا الهامش تم ضبطه بـ 50 نقطة أساسية بالنسبة لكل من القرض والإيداع ، مع الإشارة أن تسهيل القرض يتم مقابل البيع مع التعهد بإعادة الشراء للسندات العمومية، أو الديون أو القيم على المؤسسات والخواص.

بالإضافة إلى ذلك كان معهد الإصدار يهدف من خلال هذه التسهيلات الدائمة إلى اكساب السوق النقدية بالحيوية مع تفادي التقلبات السلبية لنسبة الفائدة في هذه السوق لتصبح هذه النسبة تتحرك ضمن مجال أدناه تسهيل الإيداع وسقفه تسهيل القرض.

الفرع الثاني: السوق النقدية التونسية سنة 2010.

أولاً: سوق ما بين البنوك

لقد أظهر الربع الأول من سنة 2010 ارتفاع العرض لدى البنوك ذات الفائض بنسق أسرع من ذلك المسجل على مستوى طلب البنوك ذات العجز، ومن ثمة تدعم فائض السيولة في السوق النقدية بشكل أكبر حدة من سنة 2009. كذلك خلال الربع الأول من سنة 2010 انخفضت المعاملات على مستوى سوق ما بين البنوك بـ 16 مليون دينار لتتراجع إلى 669 مليون دينار، وذلك رغم ازدياد العمليات لأجل بـ 21 مليون دينار مع الإشارة إلى أن هذه الأخيرة لا تزال غالبية بحصة قدرها 81% من مجموع العمليات.¹

إلا أنه خلال الربع الثاني من سنة 2010 ارتفع الطلب لدى البنوك ذات العجز والذي تزامن مع انخفاض عرض البنوك ذات الفائض ومن ثمة تقلص السيولة البنكية في السوق. كما ارتفعت المعاملات خلال الربع الثاني على مستوى سوق ما بين البنوك بـ 217 مليون دينار لتبلغ 686 مليون دينار، حيث نتج تطورها عن ازدياد العمليات لأجل بـ 27 مليون دينار، فيما انخفضت العمليات ليوم واحد بـ 10 ملايين دينار، وفي هذا السياق لا تزال العمليات لأجل غالبية بحصة قدرها 83% من مجموع العمليات.

أما الربع الثالث من سنة 2010 فقد شهد ارتفاع شديد في طلب البنوك ذات العجز مع تراجع هام لعرض البنوك ذات الفائض وبالتالي تقلص واضح للسيولة في السوق النقدية. أيضا انخفضت المعاملات خلال الربع الثالث على مستوى سوق ما بين البنوك بـ 25 مليون دينار لتبلغ 661 مليون دينار، ويعكس هذا الاتجاه تراجع العمليات ليوم واحد بـ 42 مليون دينار بينما ارتفعت العمليات لأجل بـ 17 مليون دينار، علما أن العمليات لأجل لا تزال مهيمنة بحصة قدرها 88% من إجمالي العمليات.

وفي الربع الأخير من سنة 2010 ارتفع عرض البنوك ذات الفائض وبشكل أهم من طلب البنوك ذات العجز، وبالتالي تراجع حاجيات البنوك من السيولة من السوق النقدية. وقد ازدادت المعاملات على مستوى سوق ما بين البنوك خلال هذا الربع بـ 91 مليون دينار لتبلغ 752 مليون دينار وهذا ما يظهر ارتفاع كل من العمليات لأجل بـ 65 مليون دينار والعمليات ليوم واحد بـ 26 مليون دينار وفي هذا الاتجاه لا تزال العمليات لأجل غالبية بحصة قدرها 86% من المجموع.

وبخصوص نسبة الفائدة المرجحة ليوم واحد في السوق النقدية، فقد تقلبت خلال الربع الأول من سنة 2010 بين 4.02% و 4.34% حيث بلغت معدلات نسبة الفائدة الوسطية في السوق 4.07% و

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 87، سنة 2010، ص 11.

4.08% و 4.23% خلال أشهر جانفي وفيفري ومارس 2010 على التوالي وبنسبة وسطية لكامل الربع 4.13%.

أما في الربع الثاني فقد تقلبت نسبة الفائدة بين 4.03% و 4.62% وكانت معدلات نسبة الفائدة الوسطية في السوق 4.12% و 4.36% و 4.38% على التوالي خلال أشهر أفريل وماي وجوان وبنسبة وسطية لكامل الربع 4.27%.

وفي الربع الثالث فإن نسبة الفائدة قد تقلبت بين 4.05% و 4.08% حيث بلغت معدلات نسبة الفائدة في السوق 4.52% و 4.61% و 4.52% على التوالي خلال أشهر جويلية وأوت وسبتمبر وبنسبة وسطية لكامل الربع 4.55%.

وتقلبت نسبة الفائدة في الربع الأخير بين 4.05% و 4.99% لتبلغ النسبة الوسطية في السوق 4.62% و 4.80% و 4.87% على التوالي خلال أشهر أكتوبر ونوفمبر وديسمبر وبنسبة وسطية لكامل الربع 4.76%.

ثانيا: السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي التونسي

1- السيولة البنكية

جدول رقم (82): تطور عوامل السيولة البنكية خلال 2010 الوحدة (مليون دينار)

المسمى	سنة 2010
أوراق نقدية ومسكوكات في التداول	5.485
الحاصل الصافي للإدارة المركزية	240
منه: حاصل الحساب الجاري للخرينة	663
صافي الأصول على الخارج	10.344
منه: صافي الموجودات من العملة الأجنبية	12.963
مجموع العوامل الأخرى	3.586
مجموع العوامل الذاتية (أ)	1.033
مجموع عمليات السياسة النقدية (ب)	222
الموجودات في الحسابات الجارية للبنوك (أ+ب)	1.255

Source :Rapport annuel 2010, Banque centrale de Tunisie, Août 2011, p63

إن تدعيم فائض السيولة البنكية خلال الربع الأول من سنة 2010 كان يعزى إلى الأثر التوسعي الذي سلطته زيادة الحاصل الصافي للإدارة المركزية ، وبدرجة اقل صافي الأصول على الخارج، ولولا ارتفاع كل من الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة وقائم صافي العوامل الأخرى لكان أثر التوسع أكثر حدة.

وفي الربع الثاني من السنة تقلص فائض السيولة كنتيجة إلى الآثار التقييدية التي مارسها كل العوامل الذاتية ، بإستثناء صافي الأصول على الخارج.

كذلك خلال الربع الثالث من سنة 2010 تقلصت السيولة البنكية ويعزى ذلك إلى الآثار التقييدية التي سلطتها كل العوامل .

وقد خف نسبيا تقلص السيولة البنكية الذي ميز الربع الثالث من سنة 2010 خلال الربع الأخير من نفس السنة وذلك تبعا للأثر التوسعي الذي سلطته خصوصا صافي الأصول على الخارج.

- الأوراق النقدية والمسكوكات المتداولة:

ازداد هذا القائم خلال الربع الأول بـ 101 مليون دينار في المعدل فمارس بذلك أثر تقييدي على سيولة البنوك بنفس المقدار، علما أن هذا قد اتسم بحلول موسم الزيوت وفترة التخفيضات الشتوية التي انطلقت في موفى شهر جانفي. كما ارتفع هذا القائم خلال الربع الثاني بـ 25 مليون دينار، وبالتالي المساهمة في تقليص السيولة البنكية بنفس المقدار (-25 مليون دينار).

وفي الربع الثالث من نفس السنة ارتفع القائم المذكور أعلاه بـ 385 مليون دينار، ومن ثمة تقليص السيولة بنفس المقدار (-385 مليون دينار)، وقد اتسمت هذه الفترة بحلول شهر رمضان الكريم في النصف الأول من شهر أوت وبالتالي تسارع نفقات العائلات، مع العلم أن أقصى مستوى لهذا القائم قد بلغ 5899 مليون دينار يوم 8 سبتمبر ويوافق هذا التاريخ اليوم السابق لعيد الفطر.

أما في الربع الأخير فقد ارتفع قائم الأوراق والمسكوكات بـ 18 مليون دينار والذي أدى إلى تقليص السيولة البنكية بنفس المقدار (-18 مليون دينار) وقد بلغ أقصى مستوى لهذا القائم خلال هذا الربع 5855 مليون دينار في 15 نوفمبر، مع العلم أن هذا التاريخ يوافق اليوم السابق لعيد الأضحى.¹

- الحاصل الصافي للإدارة المركزية:

بلغ هذا الحاصل -89 مليون دينار خلال الربع الأول وبزيادة قدرها 337 مليون دينار، ومن ثمة زيادة السيولة البنكية بنفس المقدار ، ويعزى ذلك إلى انخفاض بـ 387 مليون دينار لحاصل الحساب الجاري للخرينة الناتج خاصة عن رصد نفقات هامة، في شكل تحويلات لفائدة بعض الشركات والمؤسسات العمومية (1255 مليون دينار)، وتزامنت هذه التحويلات مع تسديد اقساط الدين الخارجي والداخلي وخاصة حجمها قدره 117 مليون دينار في شكل فوائد على رقاع الخرينة القابلة للتنظير .

إلا أن الأثر التوسعي الناتج عن بعض هذه النفقات قد خف بفعل مقاييس جبائية هامة، مع تحصيل مبلغ 94 مليون دينار في شكل اكتتابات في رقاع الخرينة و 41 مليون دينار من أتاوة على الغاز و 30 مليون دينار متعلقة بباقي مداخل مساهمة الدولة في رأس مال شركة فسفاط قفصة.²

¹ - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي ، ديسمبر 2010، ص09.

² - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 87، مرجع سابق، ص09.

وخلال الربع الثاني من سنة 2010 انخفض الحاصل الصافي للإدارة المركزية بـ 57 مليون دينار، ويعود هذا الانخفاض إلى زيادة الحاصل الحساب الجاري للخرينة بـ 69 مليون دينار، والتي نتجت خصوصا من تعبئة مداخل جبائية هامة تزامنت مع تحصيل حجم بـ 195 مليون دينار في شكل اكتتابات في رقاع الخرينة مع تحصيل أرباح من اتصالات تونس 150 مليون دينار ، وجزء من أرباح شركة فوسفات قفصة 59 مليون دينار وذلك بالتوازي مع تحصيل تحويل تم القيام به انطلاقا من " الحساب الخاص للحكومة التونسية بالعملة الأجنبية" لمبلغ قدره 210 مليون دينار تأتى من السحوبات من اقتراضات خارجية منحها البنك الدولي والبنك الإفريقي للتنمية في إطار برنامج دعم الاندماج. أما في الربع الثالث من نفس السنة فقد انخفض الحاصل الصافي للإدارة المركزية بـ 196 مليون دينار وبالتالي تقلص السيولة البنكية بنفس المقدار ويعود تراجع هذا الحاصل أساسا إلى زيادة حاصل الحساب الجاري للخرينة بـ 226 مليون دينار والناجمة بالأساس عن:

* تعبئة مداخل جبائية هامة.

* تحصيل حجم 150 مليون دينار بعنوان مداخل مساهمة الدولة في رأس مال شركة فوسفات قفصة.

* الاكتتابات في رقاع الخرينة (122 مليون دينار منه 102 مليون دينار في شكل رقاع خرينة قابلة للتنظير)

* استخلاص الأتاوة على الغاز (63 مليون دينار)

* تحصيل الاقتراض المذكور سابقا والمسند من قبل البنك الأوروبي للاستثمار.

كذلك في الربع الأخير من سنة 2010 تراجع الحاصل الصافي للإدارة المركزية بـ 41 مليون دينار أي المساهمة في تقلص السيولة البنكية بنفس المقدار -41 مليون دينار مليون دينار . وقد نتج هذا التراجع عن زيادة حاصل الحساب الجاري للخرينة بـ 43 مليون دينار الناتجة عن تعبئة مداخل جبائية هامة تزامنت مع تحصيل هبة منحها الاتحاد الأوروبي وقدرها 18 مليون أورو في إطار برنامج دعم الاندماج ومع استخلاص مداخل الأتاوة على الغاز (55 مليون دينار).

- الأصول الصافية على الخارج:

ازداد هذا القائم خلال الربع الأول بـ 15 مليون دينار ومن ثمة زيادة السيولة البنكية بنفس المقدار وقد اتسم هذا الاتجاه بانخفاض بـ 82 مليون دينار لحساب " التدخل في السوق النقدية بالعملة الأجنبية" والذي خف أثره التوسعي بفعل الأثر التقييدي المترتب عن تراجع صافي الموجودات من العملة الأجنبية وارتفاع بند " عملات أجنبية لدى الوسطاء المقبولين" بـ 38 مليون دينار و 23 مليون دينار على التوالي. وقد نتج تراجع الأصول الصافية على الخارج بشكل رئيسي عن تسديد مبلغ قدره 396 مليون دينار بعنوان أصل الدين الخارجي والذي تزامن مع تدهور العجز التجاري المتعلق بانتعاش الواردات.

وخلال الربع الثاني من نفس السنة أدى تدعيم الأصول الصافية على الخارج بـ 165 مليون دينار في المعدل إلى زيادة السيولة البنكية بنفس المقدار وقد خف الأثر التقييدي لبعض النفقات (مثلا تراجع صافي الموجودات بالعملة الأجنبية بـ 259 مليون دينار كنتيجة لتفاقم عجز الميزان التجاري) بفعل الأثر التوسعي المترتب عن تحصيل مقاييض هامة نتجت خصوصا عن:

* سحبوات من اقتراضات خارجية أسندها البنك الأوروبي للاستثمار (110 مليون دينار منها 58 مليون دينار لفائدة الشركة التونسية للكهرباء والغاز) والبنك الإفريقي للتنمية (12 مليون دينار) لفائدة وزارة التربية.

* استثمارات أجنبية مباشرة وخاصة التي أنجزت في رأس مال شركة قرطاج للإسمنت بمبلغ قدره 73 مليون دينار.

أما الربع الثالث من سنة 2010 فقد شهد انخفاضا في صافي الأصول على الخارج بـ 386 مليون دينار في المعدل ومن ثمة تقليص في حجم السيولة البنكية بنفس المقدار ويعزى هذا الاتجاه إلى الأثر التقييدي لارتفاع حسابي " التدخل في السوق النقدية بالعملة الأجنبية" و " عملات أجنبية لدى الوسطاء المقبولين" بمبلغي 310 مليون دينار و 85 مليون دينار على التوالي مع تسارع الواردات.

وقد نتج هذا التراجع في الموجودات بسبب تسديد حجم هام بعنوان الدين الخارجي 1177 مليون دينار منها 597 مليون دينار تخص الاقتراض الرقاعي بـ 35.6 مليار يان المبرم في سنة 2000 ومساهمة تونس في برنامج المعاملات المالية لصندوق النقد الدولي لفائدة أوكرانيا (55 مليون دولار).

إلا أن ضخامة هذا الانخفاض قد خفت بفعل تحصيل مقاييض هامة نتجت عن:

* سحبوات من اقتراضات خارجية مثلا البنك الإفريقي للتنمية 315 مليون دينار ، البنك الإسلامي للتنمية 181 مليون دينار.

* استثمارات أجنبية مباشرة.

* المقاييض السياحية ومداخل الشغل.

وفي الربع الأخير من سنة 2010 تدعيم صافي الأصول على الخارج بـ 85 مليون دينار في المعدل ، الأمر الذي أدى إلى زيادة السيولة البنكية بنفس المقدار ، وهذا نتيجة لزيادة صافي الموجودات من العملة الأجنبية ، وتعزى هذه الزيادة (+176 مليون دينار) إلى تحصيل مقاييض في شكل:¹

* سحبوات من قروض خارجية خاصة من البنك الأوروبي للاستثمار 300 مليون دينار ، البنك الإفريقي للتنمية 210 مليون دينار ، البنك الدولي 193 مليون دينار ، الوكالة الفرنسية للتنمية 67 مليون دينار.

* هبات من الاتحاد الأوروبي قدرها 61 مليون دينار

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي، ديسمبر 2010، مرجع سابق، ص 09.

- الموجودات في الحساب الجاري للبنوك:

كنتيجة لتأثير أهم العوامل الذاتية للسيولة البنكية وتدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية التي أسفرت عن استرجاع مبلغ وسطي قدره 8770 مليون دينار ازدادت الموجودات في الحساب الجاري للبنوك بـ 128 مليون دينار خلال الربع الأول من نفس السنة ، مع الإشارة إلى الزيادة في نسبة الاحتياطي الإجباري المقررة بمقتضى أحكام منشور معهد الإصدار عدد 05 لسنة 2010 المؤرخ في 25 فيفري 2010.

وفي الربع الثاني من نفس السنة أفضت العوامل الذاتية للسيولة البنكية وتدخلات معهد الإصدار في السوق (استرجاع مبلغ وسطي قدره 272 مليون دينار) إلى زيادة الموجودات في الحساب الجاري للبنوك بـ 347 مليون دينار والتي عكست أثر الزيادة في نسبة الاحتياطي الإجباري المقرر بمقتضى أحكام منشور معهد الإصدار للبنوك عدد 07 لسنة 2010 المؤرخ في 30 أبريل 2010.

أما في الربع الثالث وبالنظر إلى العوامل الذاتية للسيولة البنكية وتدخلات معهد الإصدار في السوق (حقن قدره 1021 مليون دينار في المعدل) ازدادت الموجودات في الحساب الجاري للبنك بـ 116 مليون دينار.

كذلك خلال الربع الأخير أفضت العوامل الذاتية للسيولة البنكية وتدخلات معهد الإصدار في السوق (ضخ مبلغ وسطي قدره 1016 مليون دينار) إلى زيادة الموجودات في الحساب الجاري للبنوك بـ 76 مليون دينار.

2- تدخلات البنك المركزي التونسي وتقييمها في السوق.

جدول رقم (83) : تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2010 (الوحدة (مليون دينار))

المسمى	سنة 2010
طلبات عروض.	199
عمليات الأمانة من 01 إلى 07 أيام.	0
عمليات الأمانة لرقاع الخزينة لثلاثة أشهر.	0
صافي العمليات العرضية.	0
عمليات السوق المفتوحة.	26
عمليات الشراء(أو البيع) مع التعهد بإعادة البيع (أو الشراء).	0
تسهيلات الإيداع لمدة 24 سا.	30
تسهيلات القرض لمدة 24 سا.	36
مجموع عمليات السياسة النقدية	222

Source : rapport annuel 2010, Banque centrale de Tunisie, Août 2011 p63

مع استمرار وضعية فائض السيولة خلال كامل سنة 2009 واشتداد حدتها في بداية سنة 2010 وأمام تصاعد التضخم ، قرر البنك المركزي التونسي رفع نسبة الاحتياطي الإجباري على قائم

الإيداعات تحت الطلب والمبالغ الأخرى المستحقة للزبائن وشهادات الإيداع التي تكون مدتها الأولية أقل من 03 أشهر والنقص المسجل بخصوص احترام نسبة السيولة بعنوان الشهر المعني للارتقاء بها من 7.5% إلى 10% في مارس 2010.

كذلك ركز معهد الإصدار تدخلاته بالأساس على نداءات العروض السالبة خلال الربع الأول من السنة بآجال تمتد بين أسبوع وشهر واحد ، وتم بهذه الآلية استرجاع حجم وسطي قدره 912 مليون دينار.¹ كما قامت البنوك بتوظيف فوائضها من السيولة لدى البنك المركزي عن طريق التسهيلات الدائمة للإيداع لمدة 24 ساعة بمبالغ تراوحت بين 82 مليون دينار و 713 مليون دينار وبمعدل قدره 48 مليون دينار.

مع الإشارة إلى أن بعض بنوك الساحة لجأت إلى التسهيلات الدائمة للقرض لمدة 24 ساعة بمبالغ تراوحت بين 10 مليون دينار و 65 مليون دينار، أي بمعدل قدره 57 مليون دينار.

أما عمليات السوق المفتوحة فقد بقي قائمها في مستوى 26 مليون دينار طيلة الربع الأول، ومن ثمة أسفرت تدخلات معهد الإصدار في المعدل على استرجاع مبلغ وسطي قدره 877 مليون دينار وخلال الربع الثاني من السنة وأمام اشتداد حدة فائض السيولة وتصاعد الضغوط التضخمية قرر معهد الإصدار رفع نسبة الإحتياطي الإجباري وتأجير الاحتياطات الإضافية بنسبة فائدة تساوي 1% سنويا.

كما ركز معهد الإصدار تدخلاته خلال شهري أفريل و ماي على عمليات نداءات العروض السالبة بمبالغ تراوحت بين 157 مليون دينار و 1531 مليون دينار لفترات من أسبوع إلى شهر واحد، ولكن في شهر جوان زادت حاجيات البنوك من السيولة ونتيجة لذلك تدخل معهد الإصدار لضخ السيولة عن طريق نداءات العروض الموجبة بمبالغ تراوحت بين 250 مليون دينار و 505 مليون دينار، بالإجمال تم استرجاع مبلغ وسطي قدره 310 ملايين دينار خلال الربع الثاني من السنة.

أيضا خلال الربع الثاني من السنة وظفت بعض البنوك فوائضها من السيولة لدى معهد الإصدار عن طريق تسهيلات دائمة للإيداع لمدة 24 ساعة، أي بمعدل قدره 31 مليون دينار في حين لجأت بنوك أخرى إلى تسهيلات دائمة للقرض لمدة 24 ساعة ، أي بمعدل قدره 43 مليون دينار.

أما عمليات السوق المفتوحة فقد استقر قائمها في مستوى 26 مليون دينار خلال الربع الثاني. وخلال الربع الثالث من نفس السنة تقلصت السيولة البنكية بشكل واضح ومن ثمة ركز معهد الإصدار تدخلاته على عمليات نداءات العروض الموجبة أي ضخ مبلغ وسطي قدره 1020 مليون دينار.

كما لجأت البنوك من جهتها إلى معهد الإصدار لتوظيف فوائضها من السيولة عن طريق التسهيلات الدائمة للإيداع لمدة 24 ساعة بمعدل قدره 30 مليون دينار ، وفي المقابل اتجهت بعض البنوك إلى التسهيلات الدائمة للقرض لمدة 24 ساعة بمعدل قدره 5 مليون دينار.

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 87، مرجع سابق، ص 11.

في حين استقر قائم عمليات السوق المفتوحة في مستوى 26 مليون دينار خلال الربع الثالث، وبالإجمال حقن معهد الإصدار مبلغ وسطي قدره 1021 مليون دينار في السوق خلال الربع الثالث. وخلال الربع الآخر من سنة 2010 ركز معهد الإصدار تدخلاته بالأساس على عمليات نداءات العروض الموجبة لفترات من أسبوع إلى أسبوعين ، أي ضخ مبلغ وسطي قدره 961 مليون دينار وذلك لاستمرار الحاجة للسيولة داخل السوق .

كما لجأت البنوك إلى التسهيلات الدائمة للقرض لمدة 24 ساعة بمعدل قدره 38 مليون دينار. ولجأت بعض البنوك في نهاية الشهر بالتزامن مع الاقتطاعات الجبائية إلى معهد الإصدار لتوظيف فوائضها من السيولة عن طريق التسهيلات الدائمة للإيداع لمدة 24 ساعة ، بمبالغ تراوحت بين 71 مليون دينار و 258 مليون دينار أي بمعدل قدره 9 مليون دينار.

أما عمليات السوق المفتوحة فقد استقرت في مستوى 26 مليون دينار خلال الربع الأخير. وأن نسبة كل من التسهيلات الدائمة للإيداع والقرض لمدة 24 ساعة (الحد الأدنى والأعلى لمجال نسب الفائدة في السوق) قد سايرت التخفيض الحاصل في نسبة الفائدة الرئيسية لتبلغا 3% و 4% على التوالي في موفى شهر سبتمبر مقابل 3.5% و 4.5% نهاية شهر جوان.

الفرع الثالث: السوق النقدية التونسية سنة 2011

أولاً: سوق ما بين البنوك:

نشير في البداية إلى الأحداث السياسية والاقتصادية والاجتماعية التي جددت عقب ثورة 14 جانفي بتونس والتي أدت إلى انخفاض جاء في الإنتاج والتصدير وذلك في ظل ارتفاع أسعار المواد الأساسية وتباطؤ النشاط في منطقة الأورو إضافة إلى الصراع في ليبيا. وبالإجمال فإن مختلف العوامل التي ظهرت طوال سنة 2011 قد أثرت بشكل كبير على مستوى عائدات التصدير ومداخل السياحة والاستثمارات الأجنبية وتقلص شديد في السيولة البنكية. وقد تواصل تقلص السيولة البنكية ابتداء من سنة 2011 إلى غاية نهاية الربع الأخير من سنة 2011 تبعا للآثار التقييدية المسطرة من مجموع عوامل السيولة البنكية باستثناء الحاصل الصافي للإدارة المركزية.

وعلى مستوى سوق ما بين البنوك كانت هناك زيادة في حاجيات البنوك ذات العجز في السيولة (+251 مليون دينار) تزامنت مع تقلص عرض البنوك ذات الفائض (-79 مليون دينار) وهذا الذي يترجم شح السيولة في السوق في الربع الأخير من سنة 2011 وشمل هذا الانخفاض العمليات ليوم واحد ولأجل خلال الربع الأخير من نفس السنة.¹

¹-Periodique de Conjoncture, Banque centrale de Tunisie, n 94, année 2012, p13

وبشكل إجمالي انخفض حجم المبادلات في سوق ما بين البنوك بنسبة 27.7% حيث تراجع من 692 مليون دينار في سنة 2010 إلى 500 مليون دينار سنة 2011 بسبب شح السيولة في السوق. ومس هذا الانخفاض حصريا المبادلات لأجل (-229 مليون دينار أي -39.2%) في حين المبادلات ليوم واحد قد سجلت ارتفاعا ب (+38 مليون دينار أي 35.3%).

وفيما يتعلق بمعدلات الفائدة في السوق، فإن معدلات الفائدة المرجحة ليوم واحد في السوق قد تقلبت خلال الربع الأخير من السنة بين 3.05% و 3.92% مع تخفيض المعدل الموجه للبنك المركزي المقرر في بداية شهر سبتمبر وبهذا الفعل ظهرت المعدلات المتوسطة الشهرية في السوق (TMM) بـ 3.32%، 3.16% و 3.23% على التوالي خلال أشهر أكتوبر ، نوفمبر، ديسمبر 2011 اللاحقة ومن ثمة زيادة معدلات الفائدة للبنوك، وقام معهد الإصدار قصد مواجهة تقلص السيولة وتدعيم تدخلاته في السوق النقدية بالتخفيض في ثلاث مناسبات في نسب الاحتياطي الاجباري للرجوع بالنسبة المطبقة على الودائع ذات أجل يقل عن 03 أشهر من 12.5% إلى 2% وهذا ما مكن من تحرير حجم إضافي من الموارد يفوق 1.2 مليار دينار¹.

وإذا جئنا إلى معدلات الفائدة فقد قرر معهد الإصدار التخفيض في نسبته الرئيسية بـ 50 نقطة أساسية (من 4.5% إلى 4.00%) وذلك لدعم تمويل الإقتصاد من خلال تخفيض الأعباء المالية للمؤسسات، كما قرر معهد الإصدار مرة أخرى إجراء تخفيض جديد لنسبته بـ 50 نقطة أساسية لتبلغ 3.5% بغرض مواجهة الضغوط المسلطة على نسب السوق.

وتجدر الإشارة إلى أن تقلص السيولة البنكية قد أثر على نسب الفائدة في السوق النقدية، فخلال النصف الأول من سنة 2011 اضطرت أغلب البنوك التي تحتاج إلى السيولة إلى القيام بمعاملات فيما بين البنوك بنسب فائدة تفوق تلك التي يطبقها معهد الإصدار (أثناء تدخلاته لإعادة التمويل) ونتيجة لذلك بلغ معدل نسبة الفائدة الشهرية في السوق النقدية مستوى أعلى من نسبة الفائدة الرئيسية للبنك المركزي باستثناء شهر أفريل فعكست بذلك وضعية السيولة لدى البنوك.

وابتداء من تاريخ التخفيض الأول في نسبة الفائدة الرئيسية المقرر في نهاية شهر جوان ومع تفعيل معهد الإصدار لسياسة تخصيص الاعتمادات الكلية (تعني تلبية جميع احتياجات البنوك من السيولة) انطلاقا من شهر جويلية، اقتربت نسب الفائدة في سوق ما بين البنوك من نسبة تسهيل الإيداع وهو ما أفضى إلى معدل نسبة فائدة شهرية في السوق النقدية أقل من نسبة الفائدة الرئيسية وذلك بالنسبة للنصف الثاني من سنة 2011.²

¹- التقرير السنوي 2011، البنك المركزي التونسي، ماي 2012، ص77.

²- المرجع السابق، ص82.

وقد أثر تقلص السيولة البنكية على معدل الفائدة ، كما انعكس التخفيض في مناسبتين في نسبة الفائدة الرئيسية للبنك المركزي على معدل نسبة الفائدة الشهرية في السوق النقدية الذي تراجع من 4.56% في المعدل خلال النصف الأول من سنة 2011 إلى 3.49% خلال النصف الثاني من السنة .

ثانيا: السيولة البنكية وتدخلات البنك المركزي التونسي:

1- السيولة البنكية

جدول رقم (84): تطور عوامل السيولة البنكية خلال 2011 الوحدة (مليون دينار)

المسمى	سنة 2011
أوراق نقدية ومسكوكات في التداول	6.716
الحاصل الصافي للإدارة المركزية	26
منه: حاصل الساب الجاري للخرينة	540
صافي الأصول على الخارج	7.772
منه: صافي الموجودات من العملة الأجنبية	11.098
مجموع العوامل الأخرى	3.122
مجموع العوامل الذاتية (أ)	2.040
مجموع عمليات السياسة النقدية (ب)	2.674
الموجودات في الحسابات الجارية للبنوك (أ+ب)	634

المصدر: التقرير السنوي 2011، البنك المركزي التونسي، مرجع سابق، ص 78.

ومثلما ذكرنا في البداية استمرار تقلص الخزينة البنكية لوحظ منذ بداية سنة 2011 إلى غاية نهاية الربع الأخير من هذه السنة تبعا لآثار التقييدية التي مارسها العوامل المتعلقة بالسيولة عدا عامل الحاصل الصافي للإدارة المركزية.

- الأوراق النقدية والمسكوكات في التداول:

ازداد هذا القائم خلال سنة 2011 بـ 1231 مليون دينار وبالتالي سلط أثر تقييدي على السيولة البنكية بنفس المقدار ، فقد تقلب خلال الربع الأخير من السنة قائم هذه الأوراق والمسكوكات بين 6855 مليون دينار (كحد أدنى) و 7297 مليون دينار (كحد أقصى) تم تسجيلهما على التوالي يومي 17 أكتوبر و 04 نوفمبر 2011، ويوافق هذا التاريخ الأخير اليوم السابق لعيد الأضحى.

- الحاصل الصافي للإدارة المركزية:

ارتفع هذا الحاصل خلال سنة 2011 بـ 266 مليون دينار ومن ثمة زيادة السيولة البنكية بنفس المقدار فمثلا في الربع الأخير من السنة زاد الحاصل الصافي للإدارة المركزية بـ 53 مليون دينار الأمر الذي ساهم في زيادة السيولة البنكية، ويعزى زيادة هذا الحاصل إلى تراجع حاصل الحساب الجاري للخرينة بـ 55 مليون دينار خلال الربع الأخير ، وهذا الأخير تقلص نتيجة للتحويلات الهامة لفائدة المؤسسات والهيئات العمومية (1934 مليون دينار مقابل 1493 مليون دينار في الربع الثالث).

كما أن الأثر التوسعي لهذه النفقات قد خف بفعل مقايض جبايئة هامة مع تحصيل مبلغ 458 مليون دينار في شكل اكتتابات في رقاغ الخزينة مقابل 393 مليون دينار في الربع الثالث.¹

- الأصول الصافية على الخارج:

تراجع هذا القائم بشكل حاد خلال سنة 2011 بـ 2572 مليون دينار الأمر الذي أدى إلى تقليص السيولة بنفس المقدار، فمثلا في الربع الأخير تراجعت هذه الأصول بـ 197 مليون دينار، ويعزى هذا التراجع إلى تفاقم العجز التجاري خلال هذا الربع والذي تزامن مع الإلتزام بتسديد الدين الخارجي مع ضعف الموارد المعبأة بالعملة الأجنبية خاصة من المقرضين.

- الموجودات في الحساب الجاري للبنوك:

وبالنظر إلى تطور العوامل الذاتية للسيولة البنكية بلغت تدخلات معهد الإصدار 2674 مليون دينار في المعدل في سنة 2011 (مقابل 222 مليون دينار سنة 2010)، ونتيجة لذلك ونظرا لتأثير مختلف التخفيضات في نسب الإحتياطي الإجباري، تراجعت الموجودات في الحسابات الجارية العادية للبنوك لدى البنك المركزي بـ 621 مليون دينار في المعدل لتبلغ 634 مليون دينار.

2- تدخلات البنك المركزي التونسي وتقييمها في السوق.

جدول رقم (85) : تدخلات معهد الإصدار في السوق خلال سنة 2011

الوحدة (مليون دينار)	المسمى
سنة 2011	الطلب على عروض.
2.464	عمليات الأمانة من 01 إلى 07 أيام.
0	عمليات الأمانة لرقاغ الخزينة لثلاثة أشهر.
201	صافي العمليات العرضية.
03	عمليات السوق المفتوحة.
26	عمليات الشراء (أو البيع) مع التعهد بإعادة البيع (أو الشراء).
0	تسهيلات الإيداع لمدة 24 سا.
52	تسهيلات القرض لمدة 24 سا.
32	مجموع عمليات السياسة النقدية
2.647	

المصدر: التقرير السنوي 2011، البنك المركزي التونسي، مرجع سابق، ص 78.

اتبع معهد الإصدار طوال سنة 2011 سياسة نقدية مرنة من خلال تلبية جل احتياجات البنوك من السيولة، حيث تم منح الجزء الأعظم من مساعداته أي 92% في شكل مناقصات عبر نداءات العروض الموجبة (2464 مليون دينار سنة 2011 مقابل 190 مليون دينار سنة 2010). ومع ازدياد حاجيات البنوك للسيولة والشكوك التي سادت بشأن التطور المستقبلي لأرصدها النقدية (التي تؤثر على معدلات الفائدة بالارتفاع) في ظل عملية الانتقال السياسي التي شهدتها البلاد، قام

¹ - Periodique de Conjoncture, Banque centrale de Tunisie, n 94, opcit, p12

معهد الإصدار بالتمديد في آجال عملياته الرئيسية لإعادة التمويل ، حيث تم بداية من شهر جويلية 2011 تنفيذ نداءات عروض بآجال مختلفة وهي 07 أيام وشهر واحد وثلاثة أشهر ، وذلك لتحقيق هدف مزدوج يتمثل في الحفاظ على السيولة اللازمة في السوق هذا من جهة ، ومن جهة أخرى وضع الأسس الأولى لمنحنى نسب ليكون بمثابة مؤشر مرجعي للمستثمرين.¹

كما لجأت البنوك بالنظر إلى احتياجاتها للسيولة إلى تسهيلات القرض لمدة 24 ساعة بمبالغ تراوحت بين 03 مليون دينار و 564 مليون دينار خلال سنة 2011، وفي المقابل اتجهت بعض البنوك إلى تسهيلات الإيداع لمدة 24 ساعة لتوظيف فوائضها العرضية من السيولة وخاصة في نهاية الشهر وهي فترة تسبق عادة تحصيل الجباية من الخزينة ، وقد تقلبت البالغ الموظفة بين حد أدنى قدره 05 مليون دينار ومستوى أقصى يساوي 723 مليون دينار.

كذلك قام معهد الإصدار بعمليات ظرفية لضخ السيولة (3 مليون دينار خلال سنة 2011) ولتعديل معدلات الفائدة استمر البنك المركزي في تطبيق التسهيلات الدائمة للإيداع والإقراض لـ 24سأ واللتان تمثلان الحد الأدنى والسقف لمجال نسب الفائدة في السوق

وبالنسبة لعمليات السوق المفتوحة فقد استقر قائمها عند 26 مليون دينار خلال سنة 2011 . وكتقييم لتدخلاته في السوق،هدفت الإجراءات التي إتخذها معهد الإصدار إلى توفير السيولة اللازمة للسوق منذ الأشهر الأولى للثورة وذلك من خلال التخفيض في نسبة الإحتياطي الإجباري وسد احتياجات جميع البنوك من السيولة.كما لجأ في خطوة ثانية إلى التخفيف من الأعباء المالية التي تتحملها المؤسسات التونسية وذلك من خلال التخفيض في مناسبتين في نسبة الفائدة الرئيسية. وبالتالي تركزت أولوية السياسة النقدية على تأمين السيولة الضرورية للسوق ومساندة المؤسسات المتضررة من الثورة.

¹ - التقرير السنوي 2011، البنك المركزي التونسي، مرجع سابق، ص 80.

خلاصة الفصل السادس:

- تناول هذا الفصل المراحل المختلفة لتطور السوق النقدية التونسية حيث نجد:
- أن السوق النقدية التونسية رغم إنشائها بتاريخ 23 جويلية 1963، لم تشهد مشاركة البنك المركزي التونسي في صفقات السوق بشكل فعلي إلا في جانفي 1974 وذلك بهدف ممارسة رقابة أكثر دعما على السيولة البنكية.
 - اقتصر السوق النقدية التونسية في البداية على سوق مابين البنوك لتوفير السيولة، لكن ضيق هذه السوق في بدايتها جعل منها مكان غير كاف لمبادلات السيولة إضافة إلى محدودية الأصول المادية التي بالإمكان تداولها في السوق مثل شهادات الإيداع والتي من شأنها المساهمة في توسيع السوق النقدية.
 - عرفت السوق النقدية حالة من عدم التوازن الهيكلي بسبب وجود بنوك مقترضة بشكل مستمر، الأمر الذي دفع بالبنك المركزي إلى التدخل في السوق.
 - في سنة 1975 قام البنك المركزي التونسي بتحديد سقف لإعادة التمويل محسوب نسبة إلى إجمالي الودائع، حيث يستفيد كل بنك من إعادة الخصم في إطار الحصص العادية، وهذا بسبب عدم كفاية السوق النقدية. مع الإشارة إلى أن طلبات الإقتراض التي تتجاوز السقف يتم إشباعها من طرف البنك المركزي وبمعدل فائدة معاقب، وهذا الأخير يحسب على أساس معدل وسطي للسوق النقدية مضاف إليه هوامش أكيد.
 - العمليات التي تمت في السوق النقدية إلى غاية 1973 كانت لأجل استحقاقات مختلفة ومعدلات الفائدة الأقصى كانت تلك المطبقة على العمليات المبرمة ل 28 يوم. ومنذ جانفي 1974 إلى غاية 17 جانفي 1988 نفذت العمليات ليوم واحد وهذا دليل على تحسن نسبي في حجم السيولة البنكية.
 - ومنذ إعادة تنظيمها بموجب منشور البنك المركزي رقم 87-49 المؤرخ في 29 ديسمبر 1987 الملغى بصدور قانون رقم 89-14، أصبحت السوق النقدية مفتوحة للبنوك وللمؤسسات وشركات أخرى مؤهلة قانونا لإصدار أوراق الخزينة وأو للاكتتاب في شهادات الإيداع. كما وسّعت السوق للأشخاص الطبيعيين بصفة مكتتبين بمقتضى نصوص منشور البنك المركزي التونسي لمؤسسات القرض رقم 2005-09 الصادر في 14 جويلية 2005.
 - يتدخل البنك المركزي التونسي لتوفير السيولة في السوق النقدية تحت شكل شراء للأوراق المالية أو مستحقات عبر نداءات العروض، وأخذ بالأمانة. وفي حالة فائض السيولة يقوم معهد الإصدار بعمليات امتصاص أو استرجاع السيولة عن طريق نداءات العروض.
 - كما أصبحت البنوك مسموح لها ابتداءا من 02 جانفي 2002 اللجوء مباشرة إلى معهد

الإصدار لإعادة تمويلها تحت شكل وضع بالأمانة لمدة تتباين بين يوم وسبعة (7) أيام سابقا وذلك لإعطاء نوع من المرونة لعمليات السوق النقدية.

- ابتداء من 06 نوفمبر 2001 تم تبني أداة جديدة لتدخل معهد الإصدار في السوق النقدية، وتتمثل في أمانات رقاع الخزينة لـ 03 أشهر عن طريق نداءات العروض، والمعدل المطبق أثناء التدخل هو معدل فائدة في السوق النقدية والذي ينتج من معدلات الفائدة المقترحة من طرف البنوك على عروضها.

- أيضا استخدام معهد الإصدار ولأول مرة في 29 أبريل 2003 عمليات السوق المفتوحة التي تستند إلى شراء أو بيع نهائي لرقاع الخزينة من قبل معهد الإصدار وهذا ما يزيد من أهمية السوق النقدية سواء من ناحية توفير السيولة اللازمة للاقتصاد والمساهمة في إدارة السياسة النقدية.

- فضل البنك المركزي التونسي أحيانا عمليات السوق المفتوحة (مثلا في سنة 2005) بدلا من عمليات نداءات العروض، وهذا ما يسمح بتقلبات أكبر للنسب من جهة وتنشيط السوق الثانوية للسندات العامة من جهة أخرى.

- كما أكد معهد الإصدار على أهمية عمليات الشراء مع الالتزام بإعادة البيع للقيم المنقولة والاوراق التجارية وتسمى هذه العمليات بعمليات الأمانة المسلمة، وذلك من خلال نصوص القانون رقم 2003-49 المؤرخ في 25 جوان 2003، وأول عملية نفذت من البنك المركزي مع البنوك في 15 سبتمبر 2006.

- من بين العوامل التي كان لها تأثير واضح على السيولة البنكية في السوق النقدية التونسية عامل الموجودات الصافية من العملة الأجنبية ويعزى ذلك إلى إرتفاع مداخيل السياحة وقيام الدولة بتعبئة موارد خارجية، ويعزى تراجع عامل الموجودات الصافية من العملة الأجنبية أحيانا إلى التزام الحكومة التونسية بتسديد الدين الخارجي وإلى تفاقم العجز التجاري.

- عقب الأحداث السياسية التي عرفت تونس بداية سنة 2011 أدى ذلك إنخفاض الإنتاج والتصدير... إلخ ومن ثم تراجع عامل الأصول الصافية على الخارج الأمر الذي تسبب في تقليص حجم السيولة البنكية في السوق النقدية، التي أصبحت تعاني من شح السيولة، وبالتالي قام البنك المركزي التونسي بالتمديد في أجال عملياته الرئيسية لإعادة التمويل حتى يحافظ على السيولة اللازمة في السوق ولوضع الأسس الأولى لمنحنى نسب يكون بمثابة مؤشر مرجعي للمستثمرين.

الفصل السابع

دراسة مقارنة للسوق النقدية في الجزائر وتونس

تمهيد:

تعمل السوق النقدية على تأمين السيولة اللازمة للمنظومة البنكية وتمكين السلطات النقدية متمثلة في البنك المركزي من إدارة السياسة النقدية، كما تجد المؤسسات المالية وغير المالية المجال المناسب في رحاب هذه السوق سواء للحصول على التمويل أو الاستثمار جزء من مواردها في أصول قابلة للتداول .

وتستند السوق النقدية إلى شبكة من الوسطاء تضمن تنفيذ الصفقات النوعية ، وما يزيد من نماء السوق هو مقدار ما تتصف به من سعة وما تتمتع به من سيولة ونشاط ، فضلا عن ضرورة وجود جهاز بنكي منظم يعمل تحت إشراف بنك مركزي باعتباره المورد الأخير للسيولة .

بالإضافة إلى ذلك تتطلب السوق النقدية توفر الأدوات المالية بشكل متنوع (سندات خزينة، شهادات إيداع) ومتعدد تعكس أسواق فرعية تتخصص كل سوق منها في نوع من الأدوات ، الأمر الذي يساهم في إتساع هيكل السوق النقدية .

ويهدف هذا الفصل إلى دراسة مقارنة بين السوق النقدية الجزائرية والسوق النقدية التونسية وذلك من ناحية مساهمة كل سوق في عملية التمويل، كما يهدف إلى كيفية النهوض بالسوق النقدية الجزائرية.

المبحث الأول : تحليل مقارنة السوق النقدية في اقتصاد الجزائر وتونس .

يهدف هذا المبحث إلى التطرق إلى المقارنة بين السوق النقدية الجزائرية والسوق النقدية التونسية من خلال دراسة اليات تدخل البنك المركزي لكلا الدولتين في السوق لتنظيم السيولة البنكية سواء في حالة العجز أو فائض السيولة، كما يتناول هذا المبحث التنظيم الجديد لكلا السوقين ومساهمتهما في تمويل الإقتصاد.

المطلب الأول: تدخلات معهد الإصدار في السوق النقدية :

تشكل السوق النقدية وسيلة رئيسية بيد معهد الإصدار بهدف التعديل النقدي حيث يتم التدخل لتوفير أو إمتصاص السيولة من السوق عبر مجموعة من الأدوات يمتلكها معهد الإصدار لتنظيم السيولة البنكية، ومن ثمة معالجة مشكل فائض السيولة أو عجز السيولة في السوق .

الفرع الأول: مصادر فائض السيولة (الجزائر ، تونس) .

نظرا لكون سيولة الجهاز البنكي جزء بالغ الأهمية، يدخل ضمن مكونات سيولة الإقتصاد الوطني الكلية وأن فائض السيولة من شأنه أن يؤثر على كفاءة أداة البنوك ، فإنه يتعين التطرق إلى خلفية هذا الإرتفاع في سيولة البنوك .

أولاً- حالة الجزائر :

يعود إفراط السيولة البنكية الذي ظهر إبتداءً من سنة 2001 إلى مجموعة من العوامل ترتبط بالموارد والإستخدامات البنكية .

1 . عوامل ترتبط بجانب الموارد :

وتتمثل في :

- زيادة الودائع البنكية .
- إستمرار الخزينة العمومية في عمليات التطهير المالي لمحافظ البنوك العمومية من الحقوق المشكوك فيها .

أ- زيادة الودائع البنكية :

يبين الجدول التالي تطور نمو الودائع البنكية خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2011

جدول رقم (86): تطور نمو الودائع البنكية (2001 – 2011) .
الوحدة مليار دينار

المسمى السنوات	ودائع تحت الطلب	* بنوك عمومية	* بنوك خاصة	ودائع لأجل	* بنوك عمومية	* بنوك خاصة	الموارد المجمعة	حصة البنوك العمومية %	حصة البنوك الخاصة %
2001	554,93	499,19	55,75	1235,01	1152,01	82,99	1789,93	92,2	7,8
2002	642,17	548,13	94,04	1485,19	1312,96	172,23	2127,36	87,5	12,5
2003	718,91	648,76	70,13	1724,04	1656,57	67,48	2442,95	94,4	5,6
2004	1127,93	1019,89	108,03	1577,46	1509,56	67,90	2705,37	93,5	6,5
2005	1224,40	1108,33	116,07	1736,16	1654,27	81,89	2960,57	93,3	6,7
2006	1750,43	1597,51	152,92	1766,11	1670,13	95,98	3516,54	92,9	7,1
2007	2560,80	2369,70	191,1	1956,50	1834,4	122,1	4517,3	93,1	6,9
2008	2946,90	2705,10	241,8	2214,9	2055,4	159,5	5161,8	92,2	7,8
2009	2502,90	2241,90	261,0	2643,8	2390,1	253,7	5146,7	90,0	10,0
2010	2870,7	2569,5	301,2	2524,3	2333,5	190,8	5819,1	89,8	10,2
2011	3495,8	3095,8	400,0	2787,5	2552,3	235,2	6733,0	89,1	10,9

Source : Rapports (2002 , 2006 , 2009 , 2011) , évolution économique et monétaire en Algérie , banque d'Algérie.

يظهر الجدول أعلاه أن نشاط جمع الموارد الإيداعية من قبل البنوك قد شهد تطورا معتبرا خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2011 ، حيث إنتقل إجمالي الودائع البنكية من 1789,93 مليار دينار سنة 2001 إلى 2705,37 مليار دينار سنة 2004 أي إرتفع بنسبة 51,14% في ثلاث (03) سنوات.

ورغم تراجع وتيرة الزيادة في هذه الودائع في السنوات الموالية مسجلة 18,77% (سنة 2006) و 28,45% (سنة 2007) ، إستمرت الودائع البنكية بالنمو .

وترتكز أغلب الودائع البنكية لدى البنوك العمومية ، حيث تجاوزت حصة هذه الأخيرة في الغالب 90% من إجمالي الموارد الإيداعية ، بينما شهدت البنوك الخاصة إرتقاها طفيفا في حصتها في

سوق الإيداع (مثلا 10% سنة 2009 مقابل 7,8% سنة 2008). إلا أن معدل نمو الودائع الملتقطة من قبل البنوك الخاصة (28,26% سنة 2009 مقابل 28,12% سنة 2008) يعتبر أكثر أهمية من تزايد الودائع المجمعة من قبل البنوك العمومية (2,77% سنة 2009 مقابل 13,23% سنة 2008). كما أن الفارق بين حجم الودائع لأجل والودائع تحت الطلب إستمر في التقلص خلال هذه الفترة ويساهم مثل هذا الأمر في زيادة قدرة البنوك في منح القروض .

كذلك حجم الودائع لأجل لدى البنوك الخاصة كان يفوق حجم الودائع تحت الطلب لدى هذه البنوك وهذا إلى غاية 2003 ، أين إنقلب الأمر وإستمر على ذلك إلى غاية نهاية هذه الفترة (2011) ، وذلك بسبب إفلاس بنكي الخليفة والبنك التجاري والصناعي الجزائري سنة 2003 . فقد كانت المؤسسات العمومية وغيرها وحتى الأفراد يضعون أموالهم في شكل ودائع لأجل لدى بنك الخليفة نتيجة إعتقاد هذا الأخير معدلات فائدة دائنة عالية بالمقارنة مع المعدلات السائدة في السوق آنذاك . وعند الإعلان عن إفلاس هذا البنك أقبل الزبائن على سحب ودائعهم من عدة بنوك خاصة وتوظيفها في البنوك العمومية المضمونة من الدولة في حالة التصفية أو لدى بنوك أجنبية معروفة بإدارتها الجيدة.¹

كما أن الودائع المجمعة لدى البنوك العمومية من القطاع العام (مثلا 69,8% سنة 2005 و 79,1% سنة 2006) أصبحت تعد أكثر من المؤسسات الخاصة والأفراد ، وذلك بسبب الإرتفاع الجوهري في ودائع مؤسسات قطاع المحروقات ، حيث قدر نمو ودائع الشركة الوطنية للمحروقات لوحدها بـ 278,8 مليار دج (أي بنسبة 38,2%) خلال السداسي الأول من سنة 2007 . وبالتالي ساهم التكوين المتنامي للإدخار المالي لمؤسسات قطاع المحروقات والودائع المجمعة من المؤسسات الخاصة والأفراد في زيادة السيولة البنكية .

¹ - MOHAMED GHERNAOUT , Crises Financières et Faillites des banques algériennes : du choc pétrolier de 1986 à la liquidation des banques ELKhalifa et B.C.I.A , édition G.A.L , Alger , 2004 , P55.

ب- نمو الحقوق البنكية على الخزينة العمومية :

يبين الجدول الآتي أهمية الديون التي تحوزها البنوك على الخزينة العمومية .

جدول رقم (87) : تطور الحقوق البنكية على مستوى الخزينة العمومية 2001-2011

الوحدة مليار دينار

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
البنوك العمومية (سندات إعادة الشراء)	1328.0 358.7	1041.8 328.7	787 145,7	667,4 270,6	920,1 556,3	977,529 590,940	855,821 501,522	789,935 629,221	796,562 629,748	831,845 659,131	761,658 (-)	
البنوك الخاصة	23.9	23.1	17	10,9	21,1	37	20,6	13,5	11,9	12,1	04,8	
المجموع	1351.9	1064.9	804	678,3	941,2	1014,5	876,4	803,4	808,5	843,9	766,5	

Source : Rapports (2002 , 2206 , 2009 , 2011) , évolution économique et monétaire en Algérie , banque d'Algérie.

انطلاقاً من الجدول أعلاه نجد أن هناك مبالغ معتبرة من حقوق البنوك على عاتق الخزينة العمومية . حيث شرعت هذه الأخيرة في سلسلة من عمليات التطهير المالي لمحافظ البنوك العمومية. وتتضمن هذه الحقوق التي تعود للبنوك على الخزينة ، الحقوق المشكوك فيها ، المعاد شراؤها ، بالإضافة إلى السندات المصدرة من قبل الخزينة والمتداولة في سوق قيم الخزينة .وكما يظهر من خلال الجدول فإن حصة البنوك الخاصة بقيت متواضعة نسبياً على الرغم من أنها ترتفع تدريجياً كل سنة ، وتتمثل حقوقها (ديونها على الدولة) في الموجودات التي تمتلكها في الحسابات الجارية في الخزينة ولدى مراكز الصكوك البريدية بالإضافة إلى أدون الخزينة التي تحصلت عليها . وتعتبر البنوك العمومية الجهات الرئيسية التي تمتلك ديونا على الخزينة في شكل سندات بموجب مختلف مشتريات الديون غير الناجعة .

فمثلاً خلال سنوات (2005 - 2007) قامت الخزينة العمومية برابع عملية شراء لديون غير ناجعة على المؤسسات العمومية غير المهيكلة . كذلك أنتهجت الخزينة العمومية إلى رفع رؤوس أموال البنوك العمومية بمبلغ 30 مليار دينار خلال سنة 2005 .وقد إمتلك البنوك العمومية جزء أكبر من الديون على الخزينة العمومية في شكل إعادة شراء الديون غير الناجعة على المؤسسات العمومية (556,3 مليار دينار سنة 2007) ، كما إمتلك هذه البنوك ديونا على الخزينة في شكل سندات تساهمية (51,2 مليار دينار) أو أيضاً في شكل أدونات الخزينة (231,5 مليار دينار سنة 2007 مقابل 200,2 مليار دينار نهاية سنة 2006) ، ومبلغ 43,1 مليار دينار مقابل 49 مليار دينار نهاية

2006 كحقوق عن عمليات أخرى. وهكذا قامت الخزينة العمومية خلال الفترة المذكورة في الجدول أعلاه بعمليات إعادة شراء جديدة لحقوق بنكية غير مجدية على المؤسسات العمومية التي تم إعادة هيكلتها أو حلها .

ج-فائض السيولة البنكية الهيكلي:

لقد أصبح فائض السيولة هيكليا وذلك من خلال الزيادات الكبيرة في السيولة خاصة مع نهاية 2001.

ج1. السيولة البنكية في سنة 2002 :

في الحقيقة يرجع تحسن سيولة البنوك في سنة 2002 إلى:

- الزيادة القوية في الأصول الخارجية الصافية 1755.6 مليار دج في نهاية 2002. مقابل 169.6 مليار دج فقط نهاية 1999 وبمبلغ قدره 775.9 مليار دج نهاية 2000. ولعبت مثل هذه المجاميع دورا هاما في توسع السيولة، وكذا في تكوين الودائع لأجل المتأتية أساسا من مؤسسات قطاع المحروقات. وتجدر الإشارة إلى أن عنصر الأصول الخارجية الصافية في الوضعية النقدية أصبح يمثل المقابل الأساسي للكتلة النقدية m2.
- بروز الوضعية الدائنة لخزينة الدولة لدى بنك الجزائر سنة 2002، وهذا يعني ميلا نقديا جديدا، يظهر قدرة التمويل اللازمة لتنفيذ برنامج الإنعاش الإقتصادي (2001 — 2004) هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعود أيضا فائض السيولة لدى البنوك الذي ميز تطور الإقتصاد الكلي سنة 2002، إلى زيادة الودائع المصرفية لأجل من قبل مؤسسات قطاع المحروقات والتطور المتزايد لودائع إيداع العائلات وتسديد مديونية الخزينة العمومية تجاه البنوك.

الجدول رقم (88) : تطور خزينة البنوك (خارج صندوق الإيداع) خلال سنة 2002. الوحدة مليون دج

ديسمبر 2001	مارس 2002	جوان 2002	سبتمبر 2002	ديسمبر 2002
7130	8216	8104	9218	9072
191636	220219	183193	196325	168667
7416	4735	4156	6401	39753
6278	4743	4343	4609	3890
7216	9966	11750	13064	14942
219676	247879	211546	220399	227252

Source: rapport 2002, banque d'Algérie, opcit, p88.

يتضح من الجدول أعلاه أن ودائع البنوك لدى بنك الجزائر قد سجلت زيادة في الثلاثي الأول 220.2 مليار دج نهاية مارس 2002 مقابل 191.6 مليار دج نهاية ديسمبر 2001، متبوعة بانخفاض في أبريل - ماي في حدود 150 مليار دج مع تنفيذ عملية استرجاع للسيولة.¹ في حين تميز السداسي الثاني من سنة 2002 بتطور نسبي في الودائع لدى بنك الجزائر بتسجيل حد أعلى في سبتمبر قدره 196.3 مليار دج وحد أدنى في ديسمبر 168.7 مليار دج، وهذا الانخفاض الأخير ترافق مع زيادة معدل الإحتياطي القانوني. وبالتالي تميزت سنة 2002. بعدم لجوء البنوك لإعادة التمويل لدى بنك الجزائر وبفائض في السيولة سببه زيادة الأصول الخارجية الصافية والوضع الدائنية الصافية لخزينة الدولة تجاه بنك الجزائر.

ج2- السيولة البنكية في سنة 2003:

يوضح الجدول التالي تطور خزينة البنوك.

جدول رقم (89) : تطور خزينة البنوك من ديسمبر 2002 إلى ديسمبر 2003. الوحدة مليون دج

ديسمبر 2002	مارس 2003	جوان 2003	سبتمبر 2003	ديسمبر 2003
9027	8278	7722	8546	6323
168667	281084	246310	274865	361171
39753	7185	6172	7579	6611
3890	4236	3847	3020	3877
14942	14750	25354	15113	9721
236279	315533	289410	309123	387703

Source: rapport 2003, évolution économique et monétaire en Algérie, banque d'Algérie, Avril 2004, p108.

من خلال الجدول نجد أن :

هناك إفراط في عرض السيولة في السوق النقدية فيما بين البنوك والذي إقترن بارتفاع شديد في ودائع البنوك لدى بنك الجزائر، حيث وصلت هذه الأخيرة (بما في ذلك الودائع عن طريق الإحتياطي القانوني وخارج الودائع المرتبطة باسترجاع السيولة) إلى 361.2 مليار دج في نهاية ديسمبر 2003 مقابل 246.3 مليار دج في نهاية جوان 2003 وبمبلغ أقل قدر بـ 168.7 مليار دج في نهاية ديسمبر 2002.

¹-Rapport 2002, opcit, p89.

وبالتالي أصبح فائض السيولة البنكية أكثر دلالة ووضوح، لاسيما عند هذا المستوى الذي تجاوز بشكل كبير ذلك الحد المطلوب لإعادة تشكيل الإحتياطيات القانونية.

ووصلت الإحتياطيات النقدية الحرة للبنوك في نهاية 2003 إلى 234.5 مليار دج مقابل 124 مليار دج في نهاية جوان 2003 في حين قدرت بـ 59.2 مليار دج في نهاية ديسمبر 2002، أي ما يعادل زيادة بـ 175.3 مليار دج خلال سنة 2003.

أما فيما يتعلق بالمؤثرات على السيولة البنكية فإنه يمكن القول أنه:

إلى جانب الأصول الخارجية الصافية يوجد عامل مستقل آخر مؤثر على السيولة البنكية، ففي نهاية ديسمبر 2003 التسديد المطبق من طرف الخزينة العمومية لفائدة البنوك العمومية عن طريق تسديد قيمة السندات بشراء الحقوق المتفق عليها، أثر بدوره على السيولة البنكية بمبلغ 72 مليار دج،¹ وهذا في إطار إعادة هيكلة المحافظ المالية للبنوك العمومية. أما الأصول الخارجية الصافية فقد بلغت 2154.8 مليار دج في نهاية جوان 2003 بعد أن كانت 1742.7 مليار دج في نهاية 2002، وهكذا فاق مستوى هذه الأصول وهذا ما يؤكد أنها أصبحت المقابل الأساسي لمجاميع الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع.² m1 الكتلة النقدية

ج3- السيولة البنكية في ديسمبر 2004 وخلال سنة 2005.

باعتباره محددًا رئيسيًا للاتجاهات النقدية، تزايد مجموع الموجودات الخارجية الصافية بشكل واضح سنة 2005، فقد انتقل هذا المجموع من 3485.45 مليار دج في جوان 2005 إلى 4179.66 مليار دج في نهاية ديسمبر 2005، وهو التاريخ الذي تجاوزت فيه الموجودات الخارجية الصافية السيولات النقدية وشبه النقدية في الاقتصاد الوطني.

ومن المفيد التذكير بأن تكوين السيولة البنكية يعتبر إلى حد بعيد مرتبط بتطور مجموع الموجودات الخارجية الصافية الذي يجر بدوره إلى التوسع النقدي، مع العلم أن جزءا من تنفيذ احتياطيات الصرف يوجه لتزويد صندوق ضبط الإيرادات التابع للخزينة.

وخلال سنة 2005 فاقت الموجودات الصافية وبشكل متزايد الكتلة النقدية، وبشكل أصبحت معها الموجودات الداخلية الصافية سالبة بمبلغ 22.1 مليار دج في نهاية 2005، الأمر الذي يؤكد الدور الأساسي للاحتياطيات الرسمية للصرف في عملية الإنشاء النقدي.

كما تبين الوضعية النقدية المجمع أن الخزينة العمومية أصبحت تشكل دائما صافيا للنظام البنكي (بنك الجزائر والبنوك التجارية) اعتبارا من نهاية 2004، بالنظر إلى أهمية صندوق ضبط الإيرادات، وقد ظهرت المستحقات الصافية للخزينة بشكل أكبر دلالة في السداسي الثاني من سنة

¹-Rapport 2003, evolutioneconomique et monétaire en Algérie. Banque d'Algérie, avril 2004, p 110.

²-Media Bank, n 68,opcit ,p110.

2005، وهذا رغم أهمية التسديدات المسبقة للدين الخارجي المنفذ من قبل الخزينة، وتماس هذه الأخيرة نوع من الانكماش النقدي.

وفي الواقع، مبالغ المستحقات الصافية للخزينة على النظام البنكي زادت بقوة في السداسي الثاني 2005 لتصل إلى 939.2 مليار دج في نهاية ديسمبر مقابل فقط 357.3 مليار دج جوان 2005. وانتقل هذا المجموع من 20.6 مليار دج نهاية 2004 إلى 102.5 مليار دج نهاية مارس 2005.¹

وسجلت ودائع البنوك لدى BA (بما فيها مبالغ الاحتياطي الإجباري والودائع المتعلقة باسترجاع السيولة) زيادة معقولة انتقلت من 673 مليار دج نهاية 2004 إلى 732 مليار دج نهاية 2005.

الجدول رقم (90): تطور خزينة البنوك خلال 2005

الوحدة مليون دينار

ديسمبر 2004	مارس 2005	جوان 2005	سبتمبر 2005	ديسمبر 2005
نقدية بالصندوق	8118	9225	8428	10414
واقع لدى بنك الجزائر	273046	219478	221545	254190
ودائع لدى الخزينة	15221	10423	21114	20326
ودائع لدى مركز الصكوك البريدية	10600	5947	5154	6097
ودائع عند المراسلين الأجانب	15538	18807	18227	16121
المجموع	322523	263880	274468	307148

Source ;;rapport 2005,opcit,p155

ج4-إستمرار فائض السيولة إلى غاية 2011.

إستمرت الزيادة في السيولة البنكية وبشكل أكثر حدة خلال السنوات التي تلت سنة 2005، وظهر أيضا خلال سنة 2011 قائم الموجودات الخارجية الصافية كمؤثر رئيسي على السيولة البنكية، وزاد هذا القائم ليصل إلى 13922.4 مليار دج سنة 2011 وبنسبة ارتفاع 16.04% مقابل 11997 مليار دج سنة 2010.

وبالنسبة لسنة 2011، يبين تحليل سلوك العوامل المستقلة للسيولة البنكية وحسب درجة الأهمية، التغيرات السنوية التالية:

¹—Rapport 2005, opcit, p147.

- زيادة الموجودات الخارجية الصافية لبنك الجزائر بقيمة 1874.94 مليار دج والتي تبحث خصوصا من إيرادات صادرات المحروقات ، وهذه الموجودات أثرت من جديد على السيولة البنكية بالزيادة، خاصة بعد الصدمة الخارجية في سنة 2009.
 - تغير ايجابي بمبلغ 538.86 مليار دج كودائع للخرينة العمومية (الحساب الجاري وصندوق ضبط الإيرادات)، لدى بنك الجزائر، وهذه العملية من شأنها تعقيم السيولة البنكية .
 - ارتفاع التداول الائتماني بـ 478.28 مليار دج والذي يمثل عامل مستقل يعمل على سحب السيولة البنكية.
- وظهور التداول النقدي الائتماني خارج بنك الجزائر كعامل مستقل في سنة 2011 بمعدل نمو 22.43% مقابل 15.30% سنة 2010، من شأنه أن يؤثر على السيولة البنكية بالتخفيض بمبلغ 478.28 مليار دج مع العلم أن طلب قطاع العائلات والمؤسسات قد زادت حصته واستمر هذا الطلب ليمثل احتياج هام للسيولات ، بالنظر إلى حجم الصفقات التي تتم في السوق الموازي.
- وصفة عامة ،أمام الطابع الهيكلي للسيولة البنكية في السوق زادت مبالغ إجمالي البنوك في الحسابات الجارية لدى بنك الجزائر لتصل إلى 487.05 مليار دج نهاية ديسمبر 2011 مقابل 433.03 مليار دج نهاية ديسمبر 2010، أي بنسبة زيادة قدرها 12.47% في سنة 2011.
- 2-عوامل ترتبط بجانب توظيف الموارد :**
- يعتمد البنك في نشاطه على جانبي الموارد والإستخدامات ، لذلك يمكن أن يظهر فائض السيولة البنكية عند عدم توظيف الودائع البنكية بطريقة مناسبة .

أ-المساهمة البنكية في تمويل الاقتصاد :

تطور نشاط القروض للاقتصاد الوطني والذي قامت به البنوك بما في ذلك صندوق الإدخار كما يلي :

جدول رقم (91) : تطور حجم القروض الممنوحة للاقتصاد 2001-2011. الوحدة مليار دينار

قروض للقطاع العام	* بنوك عمومية %	* بنوك خاصة %	قروض للقطاع الخاص	* بنوك عمومية %	* بنوك خاصة %	إجمالي القروض الموزعة	نسبة التغير %	حصة البنوك العمومية %	حصة البنوك الخاصة %	
2001	99,33	0,67	337,6	88,24	11,76	1078,7	8,52	95,9	4,1	
2002	100	-	550,23	67,06	32,02	1266,5	17,4	85,7	14,3	
2003	99,97	0,03	587,78	82,98	17,02	1379,5	8.92	92,7	07,3	
2004	99,69	0,31	674,73	84,27	15,73	1534,4	9.92	92,9	07,1	
2005	99,9	0,1	896,44	85,37	14,63	1778,9	15.93	92,6	07,4	
2006	99,87	0,13	1055,69	83,29	16,71	1904,1	7.04	90,7	09,3	
2007	99,80	0,20	1214,4	79,38	20,62	2203,7	15.73	88,5	11,5	
2008	99,84	0,16	1411,9	76,97	23,03	2614,1	18.62	87,5	12,5	
2009	99,93	0,07	1599,2	76,73	23,27	3085,1	18.01	87,9	12,1	
2010	99.99	0.01	1805.3	76.13	23.87	3266.7	5.87	86.8	13.2	
2011	100	0	1982.4	73.23	26.77	3724.7	14.02	85.7	14.3	

Source : Rapports (2002 , 2006 , 2009 , 2011) , évolution économique et monétaire en Algérie , banque d'Algérie.

يبين الجدول أعلاه تخصيص الموارد من قبل البنوك ، كما إرتفع حجم القروض الموزعة للاقتصاد .

وقد إنتقل حجم القروض البنكية الموزعة من 1078,7 مليار دينار سنة 2001 إلى 3724.7 مليار دينار سنة 2011 .

ومعدل نمو هذه القروض غير مستقر ، حيث سجل 8,5 % سنة 2001 ثم 17,5 % سنة 2002، لينخفض بعد ذلك إلى 8,9 % سنة 2003، وهذا التراجع سببه الأزمة البنكية (بنك الخليفة، البنك التجاري والصناعي الجزائري اللذين سبق ذكرهما) ، كما أثرت هذه الأخيرة على حصة البنوك الخاصة من تقديم القروض والتي إنتقلت من 14,3 % سنة 2002 إلى 7,3 % سنة 2003 .

كما إنتقل حجم القروض الموزعة من قبل البنوك ، بما في ذلك الديون غير الناجعة التي أعيد شراؤها من قبل الخزينة (94,8% مليار دينار) من 1994,9 مليار دينار نهاية 2006 إلى 2298,6 مليار دينار نهاية 2007، أي إرتفاع بواقع 15,2 % مقابل 12,2 % سنة 2006 .

كذلك شكلت القروض الممنوحة للقطاع العام إلى غاية 2005 اهم القروض البنكية ، حيث سجلت نسبة 70,6 % من إجمالي القروض في سنة 2000 وبنسبة 68,6 % في سنة 2001 إلا أنها إستمريت في الإنخفاض بشكل تدريجي ، وعليه إنتقلت حصة القطاع الخاص في القوائم الإجمالي للقروض الموزعة من طرف البنوك من 31,3 % نهاية 2001 إلى 50,4 % نهاية 2005 ثم إلى 55,4 % نهاية 2006.

كذلك نجد أن البنوك العمومية قد ضمنت تقريبا تمويل كامل القطاع العمومي ، مع بقاء حصتها في تمويل القطاع الخاص مهمة وبنسبة لا تقل عن 60 % .

وإذا جئنا إلى المقارنة بين الودائع والقروض ، نجد أن قوائم الودائع الملتقطة خارج الودائع السابقة للواردات ، لدى القطاع العام والخاص على حد سواء قد تجاوزت بشكل واسع قوائم القروض الموزعة لكل من هاذين القطاعين .

ففي سنة 2002 إرتفعت الودائع بـ 337,43 مليار دج ، أما القروض فلم ترتفع سوى بـ 187,8 مليار دج ، كذلك الأمر في السنوات الأخرى مثل 2003 ، 2004 ، 2007 حيث زادت الودائع بـ 315,6 مليار دج و 262,4 مليار دج و 1000,8 مليار دج على التوالي أما القروض فإرتفعت بـ 113 مليار دج و 154,9 مليار دج و 299,6 مليار دج على التوالي .

أي أن مستوى الوساطة البنكية المتعلقة بتخصيص الموارد يبقى متدني بالنظر إلى التطور المعترف للإدخار المحلي ، ومثلما ذكرنا سابقا فإن أرصدت حسابات البنوك لدى بنك الجزائر تفوق بكثير مبالغ تكوين الإحتياطي الإجباري .

وعلى الرغم من أن الوساطة البنكية ما فتئت تتحسن بشكل تدريجي ، إلا أن المؤشرات تبقى دون النسب المسجلة في البلدان المتوسطة المجاورة للجزائر، ففي نهاية 2006 تمثل القروض للاقتصاد بما في ذلك الديون غير الناجعة التي أعيد شراؤها من طرف الخزينة 32 % من إجمالي الناتج المحلي (PIB).¹

وهذا يتباين مع الدور الذي يلعبه الجهاز البنكي في نظام تمويل يتميز بسيطرة الوساطة البنكية . ومن ثمة يمكن القول أنه في إطار الاستقرار النقدي وفائض الادخار، أصبح للبنوك إمكانية إضافية لتخصيص موارد مستقرة متزايدة نحو استخدامات منتجة، ويظهر تحليل هيكل القروض حسب القطاع القانوني أن جزءا أكبر من تدفقات القروض تم تخصيصه للقطاع الخاص ، مع بقاء تركيز القروض

¹ - التقرير السنوي لبنك الجزائر 2006 ، مرجع سابق، ص104.

لدى بعض كبار المدينين الخواص ، والذي برز كظاهرة هيكلية على مستوى محفظات بعض البنوك العمومية، الأمر الذي شكل إنشغالا في مجال إدارة مخاطر القرض، كما ارتفعت حصة القروض الموجهة للمؤسسات الخاصة وقطاع العائلات إلى 55.5% نهاية 2006 مقابل 50.4 نهاية 2005. وإضافة إلى ذلك فإن القروض الموزعة على المؤسسات العمومية توجد في حالة انخفاض ويعود هذا الانخفاض إلى تضافر مجموعة من العوامل من بينها : إعادة الشراء من طرف الخزينة العمومية للديون غير الناجعة على المؤسسات العمومية غير المهيكلّة ، خصوصية المؤسسات العمومية المستهلكة للقروض بالإضافة إلى إدراج خسائر المؤسسات العمومية التي تعاني صعوبات في الميزانية¹. وتبقى القروض الموزعة من قبل البنوك العمومية تتجاوز تلك الموزعة من طرف البنوك الخاصة ، حيث تساهم هذه الأخيرة في تمويل التجارة بنسبة 29.6% وهي أكبر نسبة حسب فروع النشاط ، في حين تشكل مشاركتها في تمويل القطاع الفلاحي 25% أما مساهمتها في قطاع العائلات فقدت بـ 18.1%. وتجدر الإشارة إلى أن تمويل القطاع الفلاحي كان عبر البرنامج الوطني لتنمية الفلاحة في حين لا تمثل القروض الممنوحة لهذا القطاع ماعدا 4.8% من القروض البنكية الكلية الممنوحة.

ثانيا- حالة تونس :

لقد سجلت سنة 2008 أطول مدة من فائض السيولة البنكية 174 يوم مقابل 61 يوم في سنة 2004 وسنة 2000 .

وفي الواقع إستقرار وسير خزانة البنوك الملاحظ في سنة 2004 (+ 80 مليون دينار تونسي) وسنة 2005 (+ 105 مليون دينار تونسي) قد تدعم بشكل واضح في سنة 2006 (+ 129 مليون دينار تونسي) وفي سنة 2008 (+ 185 مليون دينار تونسي) .

وقد انعكست هذه التطورات من فائض السيولة البنكية على مجموع موارد الجهاز المالي وخاصة المكونة النقدية (المجمع النقدي) M3 ، كمؤشر مرتبط بتطور التضخم وبتراكم السيولات الفائضة على مستوى السوق النقدية .

جدول رقم (92) : تطور المكونة النقدية (M3) . الوحدة (مليون دينار)

الفترة	ديسمبر 2003	ديسمبر 2004	ديسمبر 2005	ديسمبر 2006	ديسمبر 2007	ديسمبر 2008
المبلغ	19 454	21 502	23 803	26 170	29 876	33 865

source ;Statiques financière,Banque centrale de Tunisie ,n148 p24,n161p24.périodique conjoncturelle,B.c.t,n82p18.

¹ - المرجع السابق، ص 162.

1- أسباب فائض السيولة البنكية وتتمثل أسباب فائض السيولة في النظام البنكي التونسي في :

أ- الاستثمارات الأجنبية المباشرة :

لقد زادت السيولة بسرعة تبعا لتدفق رؤوس الأموال ، خصوصا بسبب الإستثمارات الأجنبية المباشرة.

وبفضل مجموعة من المزايا المختلفة (القرب من أوروبا ، الاستقرار السياسي قبل سنة 2011 ، الأيدي العاملة المؤهلة والمنافسة ، ونظام جبائي مفضل) تشكل تونس موقع جذاب للاستثمارات الأجنبية وخصوصا لفرنسا ، حيث تعتبر كل من فرنسا ، ألمانيا ، بريطانيا ، إيطاليا ، إسبانيا ، والولايات المتحدة الأمريكية من أهم الدول المستثمرة .

منذ سنة 1995 تمثل الاستثمارات الجنبية المباشرة في المتوسط حوالي 15% من الاستثمارات المنتجة ، الأمر الذي ولد تقريبا ثلثي الصادرات ، ومن ثمة المساهمة في خلق العمالة (17% من المجموع) فضلا عن توازن الحسابات الخارجية .

وتجدر الإشارة إلى ان إرتفاع تدفقات الاستثمار إلى تونس منذ سنة 1998 إنما يعكس عمليات الخصخصة المحققة .

وهذه التدفقات إنتقلت من مبلغ وسطي قدره 425 مليون دولار في السنة خلال الفترة 1991 - 1996 أي 2,6% من الناتج الداخلي الخام ، إلى مبلغ وسطي قدره 562 مليون دولار خلال الفترة 1997-2002 .

جدول رقم (93) : توزيع حسب قطاع النشاط للتدفقات الحاصلة من الاستثمار الأجنبي .

(الوحدة مليون دينار تونسي)

	الطاقة	الصناعة	حيث النسيج والألبسة	السياحة والعقار	الفلاحة	الخدمات	إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر	حيث الخصخصة والصفقات
1996	166,9	495	11,76	48,4	02	5,7	272,5	-
1997	271,3	85,7	8,65	23	3,3	19,6	402,9	-
1998	201,8	523,3	30,40	24,6	1,4	8,8	759,9	409
1999	194,8	197,9	86,76	37,2	3,2	4,1	437,2	-
2000	323,4	688,3	93,35	41,5	4	11	1068,2	415
2001	327,3	251	79,8	97,2	8,9	15,6	700	64
2002	427,5	255,5	64	21,9	10,5	452	1167,3	430,7
2003	315,9	282,6	59,1	18,8	0,4	130,6	751,9	-
2004	274,1	311,8	69,14	22,1	10	177,9	795,9	-
2005	385,8	374,9	61,62	16,8	6,9	231,3	1015,7	-
2006	940,3	347,4	71,78	18,3	14,1	3082,8	4402,9	2972
2007	1359	485,7	90,3	72	7,7	146,4	2070,9	-

Source Banque centrale de Tunisie.

ففي البداية كانت عمليات الخوصصة هاشية إلى غاية سنة 1998 ، أين تنازلت الدولة على مؤسستي إسمنت بمبلغ إجمالي قدره 300 مليون دولار ، كمامخوصصة مؤسسة ثالثة للإسمنت في سنة 2000 بمبلغ 250 مليون دولار.

وإستمرت عمليات الخوصصة في سنة 2001 (التنازل عن مؤسسة فندقية) وخاصة في سنة 2002 وبشكل إجمالي بلغت حصيلة مقايض الخوصصة المحققة خلال الفترة 1998 - 2002 أكثر من 100 مليون دينار .

وفي سنة 2005 سجلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تونس ماقيمته 577 مليون أورو في حين بلغت الاستثمارات في المحفظة 47 مليون أورو ، ويفسر إرتفاع حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في سنة 2005 بوجود عمليات خوصصة في مستوى 90 مليون أورو.

أما سنة 2006 ، فقد كانت سنة مميزة من حيث جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تونس ، حيث بلغت هذه الاستثمارات 2,6 مليار أورو ، أي بإرتفاع قدره 320 %، نسبة إلى سنة 2005 . وتفسر هذه الزيادة في الاستثمار في سنة 2006 بخوصصة 35 % من رأس مال إتصالات تونس (197 مليون دينار) يوم 27 سبتمبر¹.

ومن جانب آخر فإن تحليل تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة حسب القطاعات المستفيدة يبين أن الجزء الأهم من هذه التدفقات لايزال مركزا على قطاع الطاقة (66,1 %) على الرغم من تراجعها بنسبة 19,3 % في سنة 2011.²

كما تدعمت الاستثمارات في قطاع الإتصالات (+ 52,8 %) نتيجة تنفيذ البرامج الاستثمارية التي تم الشروع فيها .

ورغم تفاقم الأزمة المالية العالمية ، إستمرت تونس في جذب الاستثمارات الدولية ، فخلال سنة 2008 بلغت الاستثمارات الجنبية المباشرة 3,3 % مليار دينار أي بنسبة نمو قدرها 54 % بالنسبة إلى سنة 2007 ، وتمثل 6,5 % من الناتج الداخلي الخام لتونس ، وذلك نتيجة توفر مناخ ملائم للاستثمار . وبسبب الإضطرابات التي شهدتها البلاد في سنة 2011 والتي أثارتها عملية الانتقال السياسي في تونس ومن ثمة خلق مناخ من عدم الاستقرار ، الأمر الذي أدى إلى تراجع حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في سنة 2011 .

ب- التصدير والنشاط السياحي :

ترتبط تونس بإتفاقيات التبادل الحر التجارية مع خمسين (50) دولة أوروبية وعربية ، بالإضافة إلى تركيا ودول أمريكا الشمالية . وإتفاقيات أخرى مبرمة مع دول إفريقية لزيادة الفرص أمام الصادرات التونسية .

¹ - نشرية الظرف الاقتصادي ، البنك المركزي التونسي ، سبتمبر 2006 ، مرجع سابق ، ص 11 .

² - التقرير السنوي لسنة 2011 ، البنك المركزي التونسي ، مرجع سابق ، ص 63 .

ويعتبر الإتحاد الأوروبي السوق المفضلة ، حيث تعد إيطاليا الزبون الأول (42 % من الصادرات) متبوعة بإسبانيا (14 % من الصادرات) وفرنسا (13 % من الصادرات) . وتتشكل الصادرات التونسية التي من شأنها التأثير على السيولة البنكية من منتجات الطاقة والتجهيز، والمنتجات الزراعية والغذائية (75 % من هذه الأخيرة صادرات نحو سوق الإتحاد الأوروبي) . فمثلا حجم الصادرات من مادة زيت الزيتون قد بلغ في سنة 2001 مايقارب 94,5 % ألف طن بقيمة 200,3 مليون دينار ثم بلغت هذه الصادرات مستوى قياسي أي مايفوق 211 ألف طن بقيمة 708 ملايين دينار في سنة 2004¹ . وتقدمت صادرات الفسفاط الثلاثي الرفيع خلال سنة 2002 بـ 3 % و 7,4 في الحجم و 5,2 % في القيمة لتصل إلى حوالي 786 ألف طن أي 137 مليون دينار . ومن ناحيته سجل إنتاج قطاع الطاقة إنخفاضا بـ 3,2 % إلى موفى أوت 2006 مقابل زيادة بـ 3 % في نفس الفترة من سنة 2005 .

وبالعلاقة مع إرتفاعا لأسعار العالمية للمحروقات سجلت صادرات قطاع الطاقة إنتعاشة ملحوظة (20,2% في مارس 2010 مقابل - 11,4 % في الثلاثي الأول من سنة 2009) شملت خاصة مبيعات النفط الخام (25,9 %) وذلك رغم تراجع الكميات المصدرة بـ 21 %² . وعلى مستوى الميزان الغذائي مع الخارج ، سجلت صادرات المواد الغذائية خلال الأشهر التسعة الأولى من سنة 2006 ، إرتفاعا بـ 18,1 % مقابل إنخفاض بـ 6,7 % في نفس الفترة من السنة السابقة لترتفع إلى حوالي 1.080 مليون دينار ، وهو مايمثل 9,6 % من مجموع الصادرات مقابل 9,1 قبل سنة³ .

إلا أنه خلال الربع الأول من سنة 2010 ، تم تسجيل عجز في هذا الميزان بـ 55,5 مليون دينار مقابل فائض بـ 98 مليون دينار في نفس الفترة من سنة 2009 ، تبعا لتراجع الصادرات بـ 14,4 وإرتفاع الواردات بـ 22,8 % .

ومن جهة أخرى يشكل النشاط السياحي مصدرا رئيسيا لفائض السيولة البنكية ويظهر الجدول التالي

جدول رقم (94): تطور المقاييس السياحية بالعملة الأجنبية في تونس 2000-2011 .

الوحدة مليون دينار

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
المبلغ	2095	2341	2024	1418	1711	1969	2065	3077	3390	3460	3523	2400

المصدر: نشرية الظرف الاقتصادي ، البنك المركزي التونسي، العدد 24 ص 11، العدد 86 ص 10، مرجع سابق.

¹ - نشرية الظرف الاقتصادي ، البنك المركزي التونسي ، ديسمبر 2004 ، مرجع سابق، ص5

² -نشريةالظرف الاقتصادي ، البنك المركزي التونسي ، العدد 87 ، مرجع سابق ، ص 6.

³ -نشريةالظرف الاقتصادي ، البنك المركزي التونسي ، العدد 73 ، مرجع سابق ، ص 5.

لقد تطورت المقاييس السياحية بالعملة الصعبة الأجنبية خلال الأشهر التسعة الأولى ، ففي سنة 2006 تجاوز العدد الإجمالي للسياح 5,3 ملايين شخص ، وسجل بذلك إرتفاعا بـ 3 % مقابل 2,6 % في موفى أوت و 9,3 % في نفس الفترة من سنة 2005 ، كما سجلت جل المناطق السياحية زيادات متفاوتة لعدد البيئات حيث تراوح الإرتفاع بين 0,8 % في منطقة طبرقة - عين دراهم و 10,5 % في منطقة ياسمين الحمامات .

كما سجل القطاع السياحي في شهر ديسمبر 2009 نتائج إيجابية شملت جل مؤشرات أي وفود السياح الأجانب (5,9 % بحساب الإنزلاق السنوي مقابل -4,3 % شهر نوفمبر و 15,2 % في نفس الشهر من سنة 2008) والبيئات السياحية الجمالية (6,9 % مقابل -7,5 % و -0,3 % على التوالي) .

إلا أنه في سنة 2011 سجل فائض ميزان الخدمات تقلصا ملموسا ليبلغ قرابة 2,2 مليار دينار ، أي أدنى مستوى له منذ سنة 2005 ، ويرجع ذلك بالأساس إلى تراجع المقاييس التي يديرها النشاط السياحي وهو القطاع الذي لديه إنعكاسات على أداء تصدير قطاعات أخرى لاسيما النقل .

فقد أثر مناخ عدم الاستقرار (على الصعيدين الوطني والإقليمي) والذي ساد في سنة 2011 على مؤشرات النشاط السياحي ، إذ تراجعت وفود غير المقيمين بنسبة 30,7 % وهو تراجع شمل بالخصوص الأوروبيين (- 44,1 %) وبدرجة أقل المغاربة (-18,6 %) وبالترايط مع ذلك انخفضت المقاييس السياحية بنسبة 31,9 % في سنة 2011 لتبلغ قرابة 2,4 مليار دينار¹ .

ج- المساعدات والإقتراضات الأجنبية :

مثلما ذكرنا سابقا بلغت الموجودات الصافية من العملة 3.011 مليون دينار في موفى شهر ديسمبر 2002 أي ما يعادل 80 يوما من التوريد مقابل 2.810 ملايين و 74 يوما على التوالي في ديسمبر 2001. ويعود هذا التطور إلى تعبئة موارد خارجية هامة خلال سنة 2002 ، ومنها القرض الرقاعي بمبلغ قدره 952 مليون دينار والقسط الأول من رخصة الهاتف الجوال (GSM) بمبلغ قدره 328 مليون دينار والهبة الممنوحة من قبل الإتحاد الأوروبي (69,5 مليون دينار) ومنها 56,6 مليون دينار بعنوان القسط الأول من برنامج دعم القدرة التنافسية للاقتصاد (PACE III) ، وتحصيل قرض لفائدة الخطوط الجوية التونسية (42 مليون دينار) وقرض مجمع لفائدة المؤسسة التونسية للأنشطة البترولية (69 مليون دينار) .

كما شهد الربع الأول من سنة 2004 تعبئة لموارد خارجية خاصة من البنك الياباني للاستثمار (41,4 مليون دينار) منها 19 مليون دينار في إطار تمويله لمشروع الجسر الذي سيربط رادس بحلق الوادي و 15,3 مليون دينار من البنك العالمي للإنشاء والتعمير و 10,2 مليون دينار من البنك الإفريقي للتنمية من جهة أخرى .

¹ - التقرير السنوي لسنة 2004 ، البنك المركزي التونسي ، مرجع سابق ، ص 59

كذلك تحسنت السيولة البنكية خلال الربع الأخير من سنة 2004 كنتيجة لزيادة الموجودات الصافية من العملة الأجنبية ، وتعود زيادة هذا العامل بالأساس إلى أهمية الموارد من العملة الأجنبية المتأتية من السحوبات من الإقتراضات الخارجية وخاصة من البنك الأوروبي للاستثمار (82 مليون دينار) والبنك إفريقي للتنمية (33 مليون دينار) والبنك العالمي (31 مليون دينار) والوكالة الفرنسية للتنمية (25 مليون دينار) والقرض والمجمع الذي أبرمته المؤسسة التونسية للأنشطة البترولية (91 مليون دينار) وتحصيل هبتين من الإتحاد الأوروبي في نوفمبر (17 مليون دينار) وديسمبر (12 مليون دينار) على التوالي .

كما تمت السحوبات من القروض الخارجية وخاصة الإقتراضات الرقاعية (400 مليون أورو) الذي تحصيله يوم 22 جوان 2005 والقرض الذي أسنده البنك العالمي لتونس في إطار البرنامج الرابع لدعم القدرة التنافسية للاقتصاد (94 مليون دينار) .

أيضا تم تعبئة موارد خارجية (119 مليون دينار) نذكر منها بالأساس 85 مليون دينار من البنك الأوروبي للتنمية لفائدة الشركة التونسية للكهرباء والغاز و 17 مليون دينار من البنك الياباني للتعاون الدولي و 16 مليون دينار من البنك العالمي وذلك خلال شهر سبتمبر 2006.

وإستمرت هذه الإقتراضات الخارجية ، حيث تم تحصيل إيرادات هامة في الثلاثي الأول من سنة 2009 ، تم منحها خاصة من البنك الأوروبي للاستثمار (139 مليون دينار منها 129 مليون دينار لفائدة شركة TAV) والوكالة الفرنسية للتنمية (36 مليون دينار) والبنك الإفريقي للتنمية (24 مليون دينار) وبنك اليابان للتعاون الدولي (15 مليون دينار) والبنك الدولي للإنشاء والتعمير (12 مليون دينار)¹.

وهكذا تلعب هذه المساعدات والإقتراضات دور أساسي في إيجاد فائض السيولة البنكية ، وتجدر الإشارة إلى أن إستراتيجية البنك العالمي حول منح المساعدات للدول بما فيها تونس ومنذ سنة 2004 أصبحت تهدف إلى :

- تحسين التنافسية الاقتصادية وتدعيم بيئة الأعمال .
- تحسين نوعية وملائمة استمرارية تمويل قطاع التربية .
- تحسين نوعية الخدمات العامة من أجل المحافظة على توازن ميزانية الدولة .

د- تباطؤ وتيرة تلبية احتياجات التمويل :

تجدر الإشارة بأن القرض البنكي يشكل مصدر التمويل الرئيسي للاقتصاد التونسي ، وخلال الفترة الممتدة من 2002 - 2010 تزايدت القروض بنسق أقل سرعة من تزايد الودائع ، وليكن % 6,7 في المتوسط للسنة .

¹ - نشرية الطرف الاقتصادي ، البنك المركزي التونسي ، العدد 83 ، مرجع سابق ، ص 11.

وقد انتقلت مبالغ القروض من 16237 مليون دينار سنة 2002 إلى 22462 مليون دينار سنة 2007. وفيما يتعلق بالقروض الممنوحة من طرف النظام البنكي التونسي ، تزايدت حصة القروض بشكل منتظم كنسبة مئوية من الناتج الداخلي الخام لتبلغ 56,8 % سنة 2007 .

وفي نفس السياق تزايدت الودائع بمعدل متوسط 10,9 % كل سنة ، حيث انتقلت من 14419 مليون دينار سنة 2002 إلى 24145 مليون دينار سنة 2007 .

وبصفة عامة الزيادة الجوهرية للقروض نحو الاقتصاد من شأنها تخفيض فائض السيولة البنكية. ومن أجل تدعيم الزيادة القوية للقروض ، لجأت البنوك التونسية نحو تعبئة الودائع المتوسطة الأجل لتعزيز قدرتها على التمويلية ومن ثمة تسريع وتيرة تلبية احتياجات التمويل . وهكذا يمكن اعتبار أن فائض السيولة البنكية ذو طابع ظرفي (مؤقت) في السوق النقدية التونسية، وهذا على عكس فائض السيولة البنكية الذي أصبح هيكليا في السوق النقدية الجزائرية. الفرع الثاني: أدوات التدخل لمؤسسة الإصدار .

تعمل السلطة النقدية ممثلة في معهد الإصدار على اختيار الوسائل التي تسمح بتحقيق أقصى قدر من النتائج المرغوب تحقيقها وتختلف هذه الأدوات حسب وضعية السيولة البنكية في السوق (حالة العجز ، حالة الفائض) .

أولاً- حالة الجزائر :

تجدر الإشارة إلى أن السياسة النقدية في الجزائر لم تظهر معالمها بشكل واضح إلا بعد صدور قانون النقد والقرض 90 - 10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 ، والذي أعطى الصلاحية لمعهد الإصدار في استخدام الوسائل المناسبة لضمان استقرار الاقتصاد الوطني .

1- أدوات التدخل في حالة عجز السيولة البنكية :

في ظل وضعية اللاسيولة بنكية التي كان يشهدها الجهاز البنكي الجزائري خلال عشرية التسعينيات ، كان بنك الجزائر يتدخل لتوفير السيولة اللازمة باستخدام مجموعة أدوات داخل السوق النقدية وخارجها.

أ- أدوات بنك الجزائر داخل السوق :

مثلما ذكرنا سابقا ، تعتبر السوق النقدية وسيلة هامة تمكن بنك الجزائر من تحقيق أهدافه وذلك من خلال تدخله في هذه السوق عبر مجموعة من الأدوات استخدمت في بداية التسعينيات وأخرى تم إدخالها في منتصف هذه الحقبة (1994) وذلك بهدف توسيع دائرة تدخلات بنك الجزائر .

• نظام الأمانات :

تمكن هذه الوسيلة بنك الجزائر من التدخل في السوق النقدية بشكل يومي ، وذلك لـ :

ضخ السيولة اللازمة في حالة عجز السوق النقدية عن تلبية طلبات الإقراض ، وهذا ماميز السوق خلال الفترة الممتدة من سنة 1990 إلى سنة 2000 ، وهذا التدخل لبنك الجزائر كان يأخذ على سبيل الأمانة لسندات عمومية أو خاصة من المشاركين في السوق كما تستعمل هذه الوسيلة في حالة الفائض لإمتصاص السيولة الزائدة .

ويمكن أن تنفذ هذه الوسيلة وفق إحدى الصيغتين التاليتين :

— الأمانات لمدة 24 سا :

يتدخل بنك الجزائر من خلال عمليات ظرفية في السوق النقدية من أجل التحكم في مستويات معدلات الفائدة .

حيث يتدخل بنك الجزائر بشكل يومي في السوق لتحديد مبلغ السيولة وذلك بعد القيام بتنبؤات حول سيولة الجهاز البنكي آخذا بعين الاعتبار العوامل المستقلة ، وكذا المعدل الذي سيتم حقن السيولة مقابله والذي كان في حدود 20 % - 23 % خلال سنة 1996 .

— الأمانات لمدة 07 أيام :

تتم بمبادرة البنوك على عكس الأمانات لـ 24 سا ، إلا أن هذه الأداة مثلما ذكرنا سابقا أنها ظلت غير مستعملة والسبب أنها كانت تتدرج ضمن سقف إعادة التمويل الذي يحدده بنك الجزائر لكل بنك ، كما أن أغلب الضمانات تكون مستعملة في إعادة الخصم أو عمليات الأمانة لـ 24 سا ، كذلك لإهتمام البنوك التجارية بنظام الأمانة لـ 24 سا الذي يسمح بتحقيق توازن خزينتها اليومي .

• مناقصة القروض :

تفتح هذه المناقصات لفائدة البنوك والمؤسسات المالية التي تنشط في السوق النقدية ، فقد كان الجهاز البنكي الجزائري في مجمله مقترضا من السوق النقدية ، نتيجة عجز في السيولة ، لذا كان بنك الجزائر يتدخل بتقديم عروض للسيولة لتلبية هذه الطلبات ، وتهدف هذه الأداة إلى إحلال سياسة إعادة الخصم باعتبارها الأداة الرئيسية لإعادة تمويل البنوك .

وفعلا أصبحت صفقات الإقراض تعلن في بداية كل 03 أشهر منذ 1996 بعد أن كانت تعلن لمرتين في السنة ، فانتقلت بذلك في نهاية سنة 1996 إلى تمثيل نصف مجموع إعادة تمويل البنوك التجارية مقابل 1/10 (العشر) نهاية سنة 1994 .

• عمليات السوق المفتوحة :

في الواقع لم يتم استعمال هذه الأداة إلا مرة واحدة كانت بتاريخ 1996/12/30 والتي تعد أول وآخر عملية تمثلت في الشراء النهائي لسندات الخزينة .

ب- أدوات بنك الجزائر خارج السوق :

تتمثل هذه الأدوات في أداة إعادة الخصم وأداة الاحتياطي الإلزامي والتسيقات على الحساب الجاري .

• أداة إعادة الخصم :

تعتبر هذه الأداة إحدى الأدوات المستخدمة لإحداث التغيرات على السيولة البنكية خاصة في حالات عجز السيولة ، وقد اتبعت السلطات النقدية الجزائرية سياسة انكماشية حيث كانت معدلات التضخم تصل إلى مستويات مرتفعة (تنفيذ لما تم الاتفاق عليه خلال اتفاقية ستاندباي واتفاقية إعادة الهيكلة الممتدتين من سنة 1994 إلى 1998) ، وبذلك قام بنك الجزائر برفع معدل إعادة الخصم ليبلغ 15 % سنة 1995 من أجل التقليل من منح البنوك للقروض ، ولكن بعدها بدأ هذا المعدل في الانخفاض تدريجيا بهدف تشجيع الإقراض والنهوض بالإقتصاد الوطني.

• أداة الاحتياطي الإلزامي :

تم إدخال هذه الأداة غير المباشرة حيز التنفيذ منذ سنة 1994 ، وبالنظر إلى وضعية سيولة الجهاز البنكي آنذاك التي عرفت عجزا وبحثا مستمرا عن إعادة التمويل ، ورغم انخفاض نسبة هذه الأداة في مرحلة عجز السيولة إلا أنها كانت عبئا على الجهاز البنكي في ظل شروط صعبة لتوفير السيولة .

• التسيقات في الحساب الجاري :

تعتبر التسيقات التي تمنح للبنوك من بنك الجزائر عن الوضعية المدينة لحساباتها الجارية لدى هذا الأخير .

ويمنح بنك الجزائر هذه التسيقات في حال عدم تمكنه من خلال تدخلاته (إعادة الخصم والسوق النقدية) من تغطية الفارق بين العرض والطلب على السيولة البنكية في السوق النقدية ويعتبر معدل الفائدة على هذه الأداة المعدل الأقصى ، ويسعى بنك الجزائر من تطبيقه لمعدلات فائدة مرتفعة إلى التقليل من لجوء البنوك إلى هذه الطريقة لإعادة تمويلها .

2-أدوات التدخل في حالة فائض السيولة البنكية :

منذ نهاية سنة 2001 عرف الجهاز البنكي الجزائري بداية مرحلة جديدة من إفراط السيولة البنكية ، وبالتالي لم تعد وسائل السياسة النقدية المستعملة في السابق تجدي نفعا ، فالبنوك والمؤسسات المالية أصبحت قادرة على سد طلبات السيولة بنفسها من خلال سوق مابين البنوك ، ومثل هذه الوضعية استوجبت استبدال كل من أداة إعادة الخصم ومناقصات القروض بأدوات جديدة للسياسة النقدية من شأنها مسايرة المعطيات الجديدة ، وتمكن بنك الجزائر من ضبط حجم السيولة البنكية لأجل بلوغ أهداف السياسة النقدية .

• أدوات الاحتياطي الإلزامي :

بالنظر إلى التأثير المزدوج لأداة الإحتياطي الإجمالي والمتمثل في كونها الضمان الأول لملاءة البنوك ومن ثمة حماية المودعين، كما أنها تشكل إحدى الأدوات الرئيسية للسياسة النقدية لذلك تم إصدار عدة تعليمات (مثلما ذكرنا سابقا) من شأنها تنظيم حجم السيولة البنكية. ورغم أن هذه الأداة التقليدية الوحيدة التي ما تزال في حوزة بنك الجزائر والتي يمكن استخدامها في التأثير على السيولة البنكية ، إلا أن الوضع تطلب استعمال أدوات أخرى تؤثر مباشرة في فائض السيولة البنكية في سوق مابين البنوك والذي ظل مرتفعا .

• أداة استرجاع السيولة :

مثلما ذكرنا سابقا ، هذه الأداة عبارة عن قيام بنك الجزائر بدعوة البنوك بإيداع مبلغ من السيولة في شكل ودائع (لـ 24 سا أو لأجل) مقابل فوائد بمعدل ثابت وتدفع عند استحقاق الودائع من قبل بنك الجزائر، وتتم العملية من دون تقديم ضمانات للبنوك (أي على بياض) ، ويمكن أن تكون المناقصة ثنائية أي بين بنك الجزائر وعدد من البنوك التجارية . وتعتبر هذه الأداة أكثر مرونة من أداة الإحتياطي الإجباري ، لأنه بالإمكان تعديلها يوميا من قبل بنك الجزائر كما أنها غير إلزامية ، فكل بنك له إمكانية المشاركة في المناقصة وفقا لحجم السيولة لديه.

وقد اعتبر بنك الجزائر أداة الإحتياطي الإجباري كأداة تعديل نهائي * بدل أداة إسترجاع السيولة¹ لكن كان من الأفضل أن تكون هذه الأخيرة أداة التعديل النهائي للسيولة البنكية. حيث إستخدم بنك الجزائر أداة الاحتياطي الإلزامي خلال سنة 2004 كأداة غير مباشرة للسياسة النقدية وهذا من أجل ضمان تعديل نهائي للسيولة البنكية (حسب محتوى التقرير السنوي لبنك الجزائر حول الوضعية النقدية لسنة 2004)² وبالتالي يمكن القول أن بسبب المدة التي يستغرقها البنك المركزي لتعديل معدل الإحتياطي الإجباري (إذ يتطلب هذا تعليمة جديدة) وبالنظر إلى أن الإحتياطي الإجباري لا يتجاوب بشكل كافي مع المعطيات الجديدة لأن تكوين الاحتياطيات من قبل البنوك يتطلب شهر في حين أن آلية امتصاص السيولة تطبق بمرونة (ليوم أو اسبوع) وأيضا بسبب أن معدل الاحتياطي الإجباري لم يتم رفعه بشكل مناسب ليوكب إفراط السيولة البنكية (فلقد تم رفع المعدل من 4,25 % في ديسمبر 2001 إلى 6,5 % في ماي 2004) ، فإن أداة الاحتياطي الإجباري غير ملائمة بشكل كافي للإستجابة لإحتياجات التعديل على عكس أداة إسترجاع السيولة التي تتمتع بمرونة التطبيق .

* تعديل نهائي للسيولة البنكية بمبالغ منخفضة وبطريقة احتمالية .

¹ - Mohamed cheriffilman , Reflexions sur la politique monétaire en Algérie , Obectifs , instruments et resultats(2000-2004) : Les chaires du cread n°75 / 2006 , P 87 .

² - Rapport 2004,opcit,pp 11,12.

• أداة تسهيله الودائع :

مثلما ذكرنا سابقا تتمثل هذه الأداة في إيداع البنوك التجارية في حسابها لدى بنك الجزائر مبالغ من السيولة لأجل ، مقابل الحصول على فوائد .

وتم إدخال هذه الأداة لتضاف إلى كل من أداتي الاحتياطي الإلزامي واسترجاع السيولة .

ثانيا- حالة تونس:

يستند الهدف الأساسي للسياسة النقدية على مراقبة النقود المتداولة وهذا من خلال ضخ أو استرجاع النقود من طرف البنك المركزي التونسي حسب الفارق الملاحظ بين مستوى السيولة في التداول والمستوى المستهدف .

1- أدوات التدخل في حالة عجز السيولة البنكية :

يتدخل البنك المركزي التونسي لتوفير السيولة للاقتصاد عبر مجموعة من الأدوات منها ما هو مطبق داخل السوق النقدية ومنها ما هو مستخدم خارج هذه السوق .

أ- أدوات البنك المركزي التونسي داخل السوق :

يوفر البنك المركزي التونسي السيولة وذلك مقابل سندات عامة قابلة للتداول وكذلك لكل دين أو قيمة على المؤسسات أو الخواص .

•منح القروض عن طريق نداء العروض :

أحيانا يكون النظام البنكي التونسي في مجمله مقترضا بما أن طلبات البنوك تجاوزت مستوى العروض البنكية .

وهذا الفارق بين العرض والطلب يتم تسويته بشكل إجمالي من قبل البنك المركزي التونسي وذلك من خلال نداءات العروض .

وهذه الصيغة مثلما ذكرنا سابقا تشكل أسلوب فعال في تغذية السوق النقدية بالنقد المركزي .

وفي الواقع يحدد البنك المركزي التونسي دوريا حجم النقد المركزي اللازم للسوق النقدية وذلك حسب وضعية سيولة البنوك .

ويكون إعلان البنك المركزي لنداءات العروض موجه إلى بنوك الإيداع وبنوك الاستثمار.

• عمليات الأخذ كأمانة :

يدخل البنك المركزي التونسي من خلال هذه الأداة لتمويل الجزء غير المسوي من حاجة البنوك للسيولة عن طريق نداءات العروض ، وذلك مقابل أخذ سندات كأمانة وبمعدل معاقب أعلى من معدل نداءات العروض .

• عمليات التعديل النهائي للسيولة البنكية :

في حالات العجز يتدخل البنك المركزي التونسي من خلال عمليات ظرفية لـ 24 سا عن طريق شراء مع التعهد بإعادة البيع لسندات عامة للتداول والديون أو القيم على المؤسسات والخواص .

ومن خلال هذه الأداة يؤثر البنك المركزي التونسي على المعدلات المرجعية بشكل مباشر وبشكل غير مباشر على المعدلات الأخرى المتفاوض عليها بحرية بين البنوك وزبائنها في سوق الأصول المالية القابلة للتداول .

• عمليات السوق المفتوحة :

من أجل إدارة السيولة البنكية في السوق النقدية وترشيد معدلات الفائدة لأجل قصير يلجأ البنك المركزي التونسي إلى عمليات السوق المفتوحة بضخ السيوليات في النظام البنكي مقابل ضمانات مناسبة

• عمليات شراء رفاع الخزينة لمدة ثلاث (03) أشهر :

في نوفمبر 2001 أدخل البنك المركزي التونسي أداة جديدة تتمثل في عمليات الأخذ كأمانة لرفع الخزينة عن طريق نداءات العروض ، والتي وضعت تحت تصرف البنوك لمواجهة أي عسر مالي . كما أن هذه الأداة من شأنها تحقيق ثلاث مزايا رئيسية ، تتمثل في تسوية أو إشباع حاجة بعض البنوك شبه الدائمة للسيولة البنكية ، وإنشاء معدل فائدة لثلاثة أشهر وحث البنوك على تمويل الخزينة العمومية ومن ثمة تشكيل محفظة مالية تتضمن هذا النوع من الأوراق المالية .

ب- أدوات البنك المركزي التونسي خارج السوق :

يستخدم البنك المركزي التونسي خارج السوق النقدية الأدوات التالية :

• سياسة إعادة الخصم :

اعتمد معهد الإصدار على هذه الأداة بشكل كبير كأداة لإعادة التمويل وكإحدى أدوات السياسة النقدية وذلك قبل إعادة تنظيم السوق النقدية سنة 1987 . فقد كانت البنوك تتجه بشكل تلقائي لإعادة خصم مآليها من أوراق لدى الإصدار إلى أن تم تحديد سقوف (أو حصص) إعادة الخصم لكل بنك . بالإضافة إلى التأثير الكمي على الكتلة النقدية ، استخدمت أداة إعادة الخصم من أجل التأثير على تخصيص القروض .

إلى جانب الحصص العادية التي تزايدت بشكل مستمر تقريبا حتى تسمح للبنوك بأن تنتهي لطلب القروض المتزايد شيئا فشيئا ، قد كان هناك إعادة الخصم خارج الحصص من أجل قروض للحقول الفلاحية وقروض للقطاعات ذات الأولوية .

جدول رقم (95) : إعادة الخصم خارج الحصص 1977-1987 .الوحدة (مليار دينار تونسي)

السنوات	قروض لميدان الفلحة	قروض لقطاعات ذات أولوية	قروض متوسطة الأجل	إجمالي
1977	7,6	65,6	17,5	90,7
1978	10,7	72,1	16,6	99,4
1979	15,4	55,4	12,7	83,5
1980	26,9	80,7	17,0	124,6
1981	24,0	257,0	69,0	250,0
1982	33,0	228,0	125,0	386,0
1983	33,8	257,5	188,6	479,9
1984	35,9	325,1	204,0	565,0
1985	68,7	373,1	209,7	651,5
1986	108,8	263,4	193,1	465,3
1987	154,3	116,9	188,0	459,2

Source : La banque Centrale de Tunisie

بالإضافة إلى إعادة تسقيف الخصم فإن حصر مصادر الإنشاء النقدي قد كان من خلال تسقيف إعادة التمويل (إعادة الخصم والسوق النقدية) بـ 15 % من الودائع . فإذا رغبت البنوك في تجاوز نسبة % 15 من الودائع (أثناء عملية إعادة الخصم) فإننا نجد :

- عندما يكون المبلغ الإجمالي لإعادة الخصم محصور بين 15 % و 17,5 % من الودائع ، فإن البنك المركزي يستجيب للطلب الذي تجاوز تلك النسبة 15 % بمعدل المكشوف البنكي .
 - أما عندما يتجاوز المبلغ الإجمالي لإعادة الخصم نسبة 17.5 % من الودائع ، فإنه سيتم تطبيق معدل معاقب على المبلغ الزائد .
- كذلك إعادة الخصم لقروض طويلة الأجل ممنوحة من قبل البنوك ، فإنه يكون ممكنا في حدود 3% كحد أقصى من الودائع ، دون أن يبلغ إعادة الخصم الإجمالي 10% من محفظة الأوراق المالية للبنك المركزي .

• الاحتياطي الإجباري :

يشكل الاحتياطي الإجباري أداة تنظيم ظرفي للسيولة ، وتم إدخال هذه الأداة حيز التنفيذ منذ إصدارها في 20 سبتمبر 1964 (بموجب الأمر رقم 64 - 76) .

وقد شهدت هذه الأداة عدة تعديلات خاصة فيما يتعلق بمعدل الاحتياطي الإجباري .

ففي 28 سبتمبر 1964 تم حساب الاحتياطي الإجباري على أساس الزيادات في مجموعة الودائع نهاية الشهر ونسبة 10 % .

وابتداء من 31 ديسمبر 1966 تم حساب هذا المعدل تبعا للزيادات المختلفة .

في 11 أفريل 1968 ، تم تثبيت الاحتياطي الإجباري عند 10 % لكل من الودائع تقل أو تساوي 1 % وعند 30 % لكل زيادة من الودائع تفوق 1 % .

وفي 21 ماي 1973 (حسب الأمر رقم 73 - 64) تم حساب الاحتياطي الإجباري على أساس إجمالي الودائع في نهاية الشهر وذلك بمعدل 8 % .
وابتداءً من 02 جانفي 1975 (وبموجب الأمر رقم 75 - 02) تم احتساب الاحتياطي الإجباري وفق معدلين مختلفين :

- تخضع الودائع في حساب رأس المال لغير المقيمين لمعدل 40 % .
- أما من جانب الودائع تحت النظر والودائع لأجل لمدة تقل أو تساوي سنة فإن المعدل المطبق يكون تبعا لوضعية خزينة البنوك .

02 جانفي 1975 :	6,5 %	16 أوت 1974 :	6,5 %
01 جويلية 1977 :	1 %	08 أفريل 1976 :	3 %
04 جويلية 1979 :	1 %	14 جويلية 1978 :	0 %
19 جانفي 1979 :	2 %		

إلا أنه في 31 مارس 1980 تم طرح حسابات الأجانب بالعملة الصعبة لغير المقيمين من وعاء الاحتياطي الإجباري ، وابتداءً من هذه السنة تم تخفيض نسبة الاحتياطي الإجباري بسبب نقص السيولة البنكية .

20 / 05 / 1981 : 0 %

27 / 11 / 1981 : 3 %

10 / 05 / 1982 : 0 %

12 / 03 / 1982 : 1 %

وابتداءً من 10 ماي 1982 بقي معدل الاحتياطي الإجباري ثابتاً عند 0 % إلى غاية 17 ماي 1989 ومنذ هذه التاريخ تم تثبيت المعدل عند 2 % كنسبة من الودائع تحت الطلب ولأجل وشهادات الإيداع .

2- أدوات التدخل في حالة فائض السيولة البنكية :

نتيجة لتدعم فائض السيولة (مثلاً في الربع الأول من سنة 2009) بسبب الآثار التوسعية لبعض عوامل السيولة البنكية كارتفاع الأصول الصافية على الخارج والحاصل الصافي للإدارة المركزية استخدم البنك المركزي التونسي بعض الأدوات لتنظيم السيولة في السوق النقدية .

• طلبات العروض السالبة (عمليات استرجاع السيولة) :

ركز معهد الإصدار تدخلاته بالأساس في السوق النقدية لسحب فائض السيولة على أداة طلبات العروض السالبة بآجال تمتد بين أسبوع وشهر واحد . ومثلما ذكرنا سابقا تم استرجاع حجم وسطي بهذه الآلية قدره 935 مليون دينار خلال الربع الثاني من سنة 2009 مقابل 696 مليون دينار خلال الربع الأول من نفس السنة ، وللإشارة فإن معدلات الفائدة المطبقة على هذه الأداة قد تقلبت ضمن مجال محصور بين (4,5 % - 5,25 %) .

• التسجيلات الدائمة للإيداع لمدة 24 سا :

ساهمت هذه الأدوات من أدوات السياسة النقدية في لجوء البنوك إلى معهد الإصدار لتوظيف فوائضها من السيولة ، وقد بلغت هذه التوظيفات معدل وسطي قدره 15 مليون دينار في الربع الثاني من سنة 2009 مقابل 17 مليون دينار في الربع الأول من نفس السنة وبمعدل فائدة قدره 4,00 % .

• أداة إعادة الخصم :

تم الإستغناء عن هذه التقنية سنة 1996 ، وتم اعتبار السوق النقدية المصدر الرئيسي لإعادة تمويل البنوك ، كما يمكن للبنك المركزي التونسي أن يتدخل في هذه السوق من أجل ضبط وتنظيم السيولة البنكية

وقد تراقق ذلك مع إعادة تنشيط أداة الاحتياطي الإجباري .

• أداة الاحتياطي الإجباري :

قام البنك المركزي التونسي بتفعيل أداة الاحتياطي الإجباري إلى جانب أدوات أخرى لامتناس فائض السيولة التي من شأنها أن تزيد من خطر الضغوط التضخمية .

ورغم غياب المرونة في مثل هذه الأداة إلا أنها تعتبر إحدى الأدوات التي تساهم في امتناس السيولة.

فعلى البنوك أن تودع لدى البنك المركزي التونسي طبقا للشروط المحددة في المنشور ، عدد 05 لسنة 2002 احتياطي في شكل وديعة غير مؤجرة تتكون قاعدة من ودائع الحرفاء بالدينار بلا استثناء حسابات الادخار لبعث مشاريع وحسابات الادخار للاستثمار ، يضاف إليها عند الاقتضاء مبلغ النقص المسجل لاحترام نسبة السيولة المطلوبة كما تم التصريح به بالملحق * من المنشور عدد 24 لسنة 1991 المؤرخ في 17 ديسمبر 1991¹.

* - أنظر الملحق رقم (20) .

¹ - منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 05 / 2002 المؤرخ في 06 ماي 2002 ، المتعلق بالاحتياطي الإجباري ، الفصل الأول .

وفي نوفمبر 2006 تم رفع نسبة الاحتياطي الإجباري إلى 3,5% من واقع الودائع تحت الطلب والمبالغ الأخرى المستحقة للحرفاء وشهادات الإيداع التي تكون مدتها عند الإصدار أقل من 03 أشهر والنقص المسجل لاحترام نسبة السيولة المطلوبة بالنسبة للشهر المعني.¹

ثم في نوفمبر 2007 تم رفع نسبة الاحتياطي إلى 5% من قائم الودائع تحت الطلب والمبالغ الأخرى المستحقة للحرفاء وشهادات الإيداع التي تكون مدتها عند الإصدار أقل من 03 أشهر والنقص المسجل لاحترام نسبة السيولة المطلوبة بالنسبة للشهر المعني.²

أيضا في أبريل 2008 تم رفع نسبة الاحتياطي الإجباري إلى 7,5%. وفي نفس السنة وبشكل أدق في 30 سبتمبر 2008 تم تعديل مستوى الاحتياطي الإجباري حتى يساهم بشكل أفضل في تنظيم السيولة البنكية وذلك بتطبيق النسب الآتية على قاعدة الودائع التالية:⁴

- 10% من قائم الودائع تحت الطلب والمبالغ الأخرى المستحقة للحرفاء وشهادات الإيداع التي تكون مدتها عند الإصدار أقل من 03 أشهر والنقص المسجل لاحترام نسبة السيولة المطلوبة بالنسبة للشهر المعني .

- 2% من قائم شهادات الإيداع والحسابات لأجل ورقاق الصندوق والمنتجات المالية الأخرى التي تعادل مدتها عند الإصدار أو تفوق 03 أشهر وتقل عن 24 شهر ،

- 2% من قائم حسابات الإيداع الأخرى التي تعادل مدتها التقاعدية أو تفوق 03 أشهر وتقل عن 24 أشهر.

- 1% من قائم الحسابات الخاصة للإدخار .

- 0% من قائم الودائع الأخرى مهما كان نوعها والتي تعادل أو تفوق مدتها التعاقدية أو مدتها عند الإصدار 24 شهرا.

وبعودة فائض السيولة البنكية مع بداية سنة 2010 قام معهد الإصدار بتطبيق نسب جديدة لاحتساب الاحتياطي الإجباري وذلك بتطبيق النسب الآتية على قاعدة الودائع التالية.⁵

- 12,5% من قائم الودائع تحت الطلب والمبالغ الأخرى المستحقة للحرفاء وشهادات الإيداع التي تكون مدتها عند الإصدار أقل من 03 أشهر والنقص المسجل لاحترام نسبة السيولة المطلوبة بالنسبة للشهر المعني .

- 1,5% من قائم شهادات الإيداع والحسابات لأجل ورقاق الصندوق والمنتجات المالية الأخرى التي تعادل مدتها عند الإصدار أو تفوق 03 أشهر وتقل عن 24 شهر.

¹ - منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 20 / 2006 المؤرخ في 29 نوفمبر 2006 المتعلق بالاحتياطي الإجباري ، الفصل الثاني .

² - منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 26 / 2007 المؤرخ في 30 نوفمبر 2007 المتعلق بالاحتياطي الإجباري ، الفصل الثاني .

³ - منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 09 / 2008 المؤرخ في 30 أبريل 2008 المتعلق بالاحتياطي الإجباري ، الفصل الثاني .

⁴ - منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 20 / 2008 المؤرخ في 30 سبتمبر 2008 المتعلق بالاحتياطي الإجباري ، الفصل الثاني .

⁵ - منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 7 / 2010 المؤرخ في 30 أبريل 2010 المتعلق بالاحتياطي الإجباري ، الفصل الثاني .

- 1,5 % من قائم حسابات الادخار الأخرى التي تعادل مدتها التعاقدية أو تفوق 03 أشهر ونقل عن 24 أشهر.

- 1 % من قائم الحسابات الخاصة للادخار .

- 0 % من قائم الودائع الأخرى مهما كان نوعها والتي تعادل أو تفوق مدتها التعاقدية أو مدتها عند الإصدار 24 أشهر.

بالإضافة إلى ذلك جاء في نص الفصل الثاني من منشور البنك التونسي عدد 07 المتعلق بالاحتياطي الإجمالي الموجه إلى البنوك والمؤرخ 30 أبريل 2010 ما يلي :

يتم تأجير الودائع الإضافية للبنوك لدى البنك المركزي التونسي بعنوان الترفيع في نسبة الاحتياطي الإجمالي بـ 2,5% من قائم الودائع تحت الطلب والمبالغ الأخرى المستحقة للحرفاء وشهادات الإيداع التي تكون مدتها عند الإصدار أقل من 03 أشهر والنقص المسجل لاحترام نسبة السيولة المطلوبة بالنسبة للشهر المعني ، بنسبة فائدة تساوي 1 % سنويا حسب القاعدة التالية :

$$ت = \frac{ون.ع}{360}$$

مع :

ت : تأجير الودائع الإضافية

و : الودائع الإضافية.

ن : نسبة التأجير بالمائة سنويا .

ع : عدد أيام فترة تكوين الاحتياطي الإجمالي .

ومن ثمة يمكن القول أن البنك المركزي التونسي حاول في كل مرة رفع نسبة الاحتياطي الإجمالي وتوسيع القاعدة التي يعتمد عليها في حساب هذه النسبة ، من قائم شهادات الإيداع ورقاق الصندوق المنتجات المالية الأخرى ، وذلك لامتصاص فائض السيولة البنكية .

المطلب الثاني: التنظيم الجديد للسوق ودورها التمويلي:

تستند السوق النقدية إلى تنظيم لتأدية نشاطها على أكمل و سواء كمكان لتوفير السيولة اللازمة للاقتصاد أو كمكان لتطبيق أدوات السياسة النقدية.

الفرع الأول: التنظيم الجديد للسوق النقدية.

أولا- حالة الجزائر:

تجدر الإشارة إلى أن إصدار قانون النقد والقرض 90-10 في 14 أبريل 1990 قد

حث بضرورة تمويل الاقتصاد الوطني بالنقد المركزي وإقامة سوق نقدية وطنية تعمل على

تعبئة وتنظيم تبادل الأموال المعروضة في السوق. كما يتوجب على بنك الجزائر أن يتدخل

في هذه السوق من أجل أن يحقق إدارة جيدة للسياسة النقدية .

بالإضافة إلى صدور بعض التعليمات التي تنص على شروط الدخول إلى السوق ونوعية الصفقات، والتي تبين الأطراف المتدخلة في السوق من بنوك ومؤسسات قرض وتدخل الخزينة العمومية من خلال طرح رقاغ الخزينة وفق آلية المناقصة. وهذا دون أن تكون هناك تعليمات تنص على إمكانية إصدار سندات الصندوق (أوراق الخزينة) وشهادات الإيداع حتى يتسنى للعناصر الاقتصادية الأخرى بالاستفادة من هذه السوق، ويعود ذلك إلى هشاشة المؤسسات الاقتصادية الوطنية.

أيضا وبسبب فائض السيولة البنكية الذي أصبح هيكليا الأمر الذي دفع بالسلطات النقدية الجزائرية بإصدار تعليمتين تتعلقان بإسترجاع السيولة الزائدة (تعليمية رقم 02-2002 المتعلقة بإمتصاص السيولة على بياض والتعليمية رقم 04-05 المتعلقة بالتسهيل الخاصة بالوديعة المغلة للفائدة) دون التركيز على زيادة تنظيم السوق.

ثانيا- حالة تونس:

لقد كانت السوق النقدية التونسية منذ إحداثها في الستينيات مخصصة حصريا للبنوك والمؤسسات والذوات الاعتبارية، وأصبحت بمقتضى التراتيب الجديدة مفتوحة بصريح العبارة للأفراد إضافة لمؤسسات القرض والذوات الاعتبارية من أشخاص القانون العام والقانون الخاص.

ومن ناحية إعادة تنظيم السوق فقد تمت مراجعة مختلف المناشير المتعلقة بتنظيم السوق النقدية لملاءمتها مع التنظيم الجديد (المنشور عدد 09 لسنة 2005 والمنشور عدد 07 لسنة 2009) وذلك بهدف¹:

- جمع كل الإجراءات ذات الصلة بتحويلات مختلف صيغ تدخل البنك المركزي في السوق النقدية في نص وحيد.

- الامتثال والاستجابة لأحكام القانون المتعلق بتجريد الأوراق المالية من ماهيتها المادية.

- تنشيط السوق الثانوية لسندات الديون وخاصة أوراق الخزينة وشهادات الإيداع. كما تم القيام بتحديد صيغ مسك وإدارة شهادات الإيداع وحسابات الخزينة.

وعلى الصعيد الإجرائي، تبقى مبادلات السيولة في السوق كما يلي:

- بين البنوك في إطار خطوط قرض تمنحها لبعضها البعض بواسطة شراء نهائي أو شراء مع التعهد بإعادة البيع للسندات العمومية أو الخاصة أو أي سند آخر متفق عليه بين الأطراف، أيضا ومثلما ذكرنا سابقا ألزم معهد الإصدار (حسب المنشور 07 لسنة 2009) البنوك بأن تشهر بشكل مستمر شروطها لعرض وطلب السيولة في السوق وفق نموذج محدد

1- نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 35، مرجع سابق ص 30 .

، على أن يتم الإشهار من خلال شبكة اتصال تشترك فيها كل البنوك وذلك لتحقيق معايير السلامة المتعارف عليها.

- بين مؤسسات القرض والذوات الاعتبارية من أشخاص القانون العام أو الخاص أو لدى أفراد من المتدخلين الجدد في هذه السوق بواسطة شهادات الإيداع، ويمكن لمؤسسة القرض المساهمة في رأس مال شركات تنشط في ميدان الخدمات المالية بما في ذلك خدمات الوساطة بالبورصة¹. دون مراعاة النسبة المنصوص عليها بالفقرة الثانية من الفصل 21 من القانون عدد 65 لسنة 2001 المتعلق بمؤسسات القرض، والتي تنص على أنه لا يمكن لمؤسسة القرض أن تمسك أكثر من 30 ٪ بصفة مباشرة أو غير مباشرة من رأس مال مؤسسة واحدة إلا أنه لها أن تتجاوز بصفة وقتية هذه النسبة إذا تمت المساهمة لغرض استخلاص ديونها.

- بين المؤسسات أو مع الأفراد بواسطة البنوك عن طريق سندات ديون قابلة للتداول من خلال التحويل من حساب إلى آخر بثمن أوراق الخزينة.

ومن ناحية توسيع السوق النقدية فإن هذه السوق مثلما أسلفنا الذكر قد أصبحت مفتوحة للأفراد بالإضافة لمؤسسات القرض والذوات الاعتبارية من أشخاص القانون العام والقانون الخاص والذي من شأنه أن يزيد من أهمية السوق خاصة من خلال توفير عنصر التمويل.

وما زاد من سعة السوق هو تحويل البنوك المختلطة للتنمية إلى بنوك شاملة، فبعد دمج بنك التنمية للاقتصاد التونسي والبنك القومي للتنمية السياحية من قبل الشركة التونسية للبنك وتصفية بنك التعاون للمغرب العربي، شهد برنامج إعادة هيكلة القطاع المصرفي خلال النصف الأول من سنة 2004 تقدما هاما. فطبقا لتوصيات اللجنة المكلفة بإعادة هيكلة بنوك التنمية، تم تحويل ثلاث من هذه المؤسسات وهي البنك التونسي القطري للاستثمار وبنك تونس والإمارات للاستثمار والبنك التونسي الكويتي للتنمية إلى بنوك شاملة وذلك بعد تطهيرها المالي والاجتماعي.

وفي هذا الإطار، أصبحت هذه البنوك طبقا لقانونها الأساسي الجديد كمؤسسات قرض مفوضة بتلقي الإيداعات من الزبائن مهما كانت مدتها وتعاطي نشاط بنك بمقتضى القانون عدد 65 لسنة 2001 المؤرخ في 10 جويلية 2001 المتعلق بمؤسسات القرض.

ومن جانب أوراق الخزينة وشهادات الإيداع، فقد أصبحت أوراق الخزينة بمقتضى الترتيب الجديدة وكذلك شهادات الإيداع التي صارت قابلة للإصدار من قبل مؤسسات الإيجار المالي كذلك تعتبر كسندات ديون إسمية مجردة من ماهيتها المادية ومدرجة في حساب خاص لدى مؤسسة قرض موكلة مصدرة أو مديرة باسم المكتب.

¹ - قانون عدد 65 لسنة 2001 المؤرخ في 10 جويلية 2001 المتعلق بمؤسسات القرض، الفصل 22.

ويتم تداول هذه الأوراق بواسطة التحويل من حساب إلى آخر وتخضع لتأجير بنسبة ثابتة تدفع مسبقا بالنسبة للسندات التي تقل مدتها عن السنة. أما بالنسبة للفترات التي تزيد عن السنة فإن التأجير يكون بنسبة ثابتة أو متغيرة وتدفع في نهاية كل فترة مدتها سنة وفي أجل الاستحقاق بالنسبة للجزء العام المتبقي. ويتم ربط النسب التي تطبق على هذه السندات بنسبة مرجعية.¹

وجدير بالذكر إلى أن دفع الفوائد على السندات التي تزيد مدتها عن السنة عند حلول الأجل، تم اعتماده بهدف تنشيط وتطوير السوق الثانوية لهذه السندات وتذليل الصعوبات التي تعرقل تداولها وتنسيق طريقة حساب الفوائد بالنسبة لكل عمليات السوق النقدية.

وللتذكير في هذا الصدد، فإن تأجير هذه السندات كان يحتسب في الماضي ويقتطع عند المنبع بصرف النظر عن مدة هذه السندات.

أيضا ومثلما ذكرنا سابقا أن إصدار أوراق الخزينة في السوق النقدية يتم من قبل:

- الشركات خفية الاسم برأس مال أدنى مدفوع قدره مليون دينار وقد تم بعثها منذ سنتين على الأقل مع حصول قوائمها المالية على مصادقة مراقب حسابات،
 - الشركات المدرجة في البورصة،
 - الشركات الحاصلة على تصنيف من وكالة تقييم،
 - الشركات المتمتعة بضمان بنكي،
 - الشركة الحاصلة على خط تعويض يمكن المصدر من مواجهة حاجيات السيولة التي لم يمكن تحويلها انطلاقا من استحالة القيام بتجديد الإصدارات السابقة،
 - الشركات المنتمية إلى مجموعة شركات عندما يكون المكتب جزءا من نفس هذه المجموعة.
- وهذا التنوع في مصدري أوراق الخزينة من شأنه أن يزيد من سعة السوق النقدية وتنشيط السوق الثانوية، كذلك فتح المجال أما الشركات التي لديها تصنيف من وكالة التقييم لإصدار أوراق الخزينة من شأنه أن يبين مدى الجدارة الائتمانية لهذه الأوراق ومن ثم المساهمة في تخفيض المخاطر الائتمانية داخل السوق النقدية.

أيضا إصدار أوراق خزينة من قبل شركات مدرجة بالبورصة يجعل المستثمر يبحث عن أفضل العوائد بالانتقال من عملية إلى أخرى (من سوق إلى سوق أو من ورقة مالية إلى أخرى) أي يتم إلغاء تقسيم أو تجزئة الأسواق، وهذا يعني إمكانية التعامل في مجموعة من النشاطات على عدد من الأسواق. وهي إحدى مظاهر الانفتاح المالي للأسواق الوطنية من خلال إزالة الحواجز الفاصلة بينها.²

¹ - نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 35، مرجع سابق ص 30.

² - أسماء بالميهور، العولمة المالية وآثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة، ماجستير غير منشورة، جامعة سطيف 2004، ص 11.

الفرع الثاني: مكانة السوق النقدية في التمويل

تلعب السوق النقدية دور أساسي في تمويل الاقتصاد خاصة في الدول المتقدمة لتتبع العناصر الاقتصادية المتدخلة فيها والأدوات المالية المستخدمة.

أولاً: الجزائر.

1- مكانة السوق قبل سنة 1989:

مثلاً ذكرنا سابقاً أن السوق النقدية قبل سنة 1989 كانت بعيدة عن أداء دورها الحقيقي خاصة مع شبه غياب للسياسة النقدية في ظل دور بسيط للبنك المركزي، وهذا بسبب الإطار المخطط للاقتصاد والذي نتج عنه سوء في تسيير النظام المخطط في التمويل.

كما اقتضت السوق النقدية على سوق ما بين البنوك والبنوك التجارية الوحيدة التي كانت تتدخل في السوق هي (البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية). كما أن هذه البنوك كانت تلجأ إلى إعادة الخصم بسبب قلة السيولة الشبه دائم في السوق، وأصبح اللجوء إلى هذه العمليات (إعادة الخصم) شبه تلقائي ما قبل البنوك.

وهكذا كانت مساهمة السوق النقدية في تمويل الاقتصاد جد محدودة في هذه الفترة خاصة وأن العناصر الاقتصادية مثل البنوك و الخزينة اعتمدت بشكل رئيسي على مساهمات البنك المركزي

جدول رقم(96): مساهمات البنك المركزي الجزائري (1970-1987) الوحدة مليون دينار

السنة	مساهمات مؤسسة الإصدار حيث:	الخزينة	البنوك
1970	3.83	3.32	0.51
1971	5.05	3.80	1.25
1972	5.92	2.48	3.44
1973	5.71	0.62	5.09
1974	5.24	1.39	6.63
1975	8.00	0.01	7.99
1976	11.6	2.5	9.1
1977	15.2	6.3	8.9
1978	22.8	15.1	7.7
1979	26.2	14.3	11.9
1980	31.5	19.4	12.1
1981	32.9	9.8	23.0
1982	43.3	15.9	27.4
1983	51.2	28.7	22.5
1984	66.0	38.8	27.2
1985	63.3	41.2	22.1
1986	89.0	65.7	23.3
1987	100.3	82.0	18.3

Source ;Abdelkarim Naas,opcit,p103.

وفي هذه الظروف، حصة البنك المركزي في الكتلة النقدية التي كانت بشكل إجمالي أقل من 30٪ خلال عشرية السبعينيات، أصبحت أكبر من 30٪ من الكتلة النقدية خلال عشرية الثمانينيات ووصلت إلى حدود 40٪ سنة 1987. وهذا ما أبرز ميزة تضخمية لتمويل الإقتصاد خاصة خلال عشرية الثمانينيات، مع الإشارة إلى أن معدل سيولة الإقتصاد انتقلت من 66٪ سنة 1982 إلى 84٪ سنة 1987.

كما نلاحظ من الجدول أن الإحتياجات إلى إعادة التمويل عن طريق بنك الجزائر في تزايد مستمر وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على أن تمويل الإقتصاد الوطني قد أصبح ضرورة أكثر من أي وقت مضى.

بالإضافة إلى ذلك لم يكن للمؤسسات العمومية مكان في السوق النقدية، وإلتزمت هذه المؤسسات (ضعيفة المردودية) إتباع نظام التخطيط المالي الذي يدعم دور الخزينة العمومية في تخصيص الموارد ومن ثمة سيطرة قرارات هذه الأخيرة على أعمال البنوك.

2- مكانة السوق ابتداء من سنة 1989:

وإبتداء من جوان 1989 عرفت السوق النقدية إعادة في تنظيمها وتغير في بنيتها كبدية حقيقية لها. بمثابة محاولة للتوجه نحو اقتصاد الأسواق المالية.

جدول رقم (97): التطور النسبي لأقسام إعادة تمويل البنوك (1987-1998) نسبة مائوية

سوق مابين البنوك	تدخلات بنك الجزائر في السوق	الأمانة	المناقصة	سوق مفتوحة	تدخلات بنك الجزائر خارج السوق	إعادة الخصم	تسبيقات في الحساب الجاري
ديسمبر 1989	34.61	31.03	-	-	34.36	34.36	-
ديسمبر 1990	7.39	31.55	-	-	61.06	49.62	11.44
ديسمبر 1991	09.41	19.55	-	-	71.04	44.94	26.09
نوفمبر 1992	05.12	11.42	-	-	83.46	41.80	41.66
جوان 1993	23.2	13.10	-	-	63.70	40.64	23.06
جانفي 1994	47.90		-	-	52.10	52.10	-
ديسمبر 1995	11.15	29.20	10.08	19.12	59.65	34.13	25.52
ديسمبر 1996	20.80	38.35	0.27	36.71	40.85	38.30	2.55
ديسمبر 1997	26.49	14.24	2.02	12.20	59.27	57.09	2.18
جانفي 1998	31.58	14.90	0	14.9	53.52	53.52	0
فيفري 1998	30.82	15.10	02.04	13.06	54.08	53.28	0.80

Source ;Banque d'Algerie.

من الجدول يمكن القول أن دور السوق النقدية و بالأخص سوق ما بين البنوك قد تحسن نوعا ما في تمويل أحد العناصر الأساسية في الاقتصاد و المتمثل في البنوك التجارية وهذا راجع إلى:

- أصبحت السوق النقدية تتسع لمؤسسات مالية كشركات التأمين و صناديق التقاعد كهيئات عارضة للسيولة في السوق.

- عمليات الاقتراض و الاقتراض لأجل بعد أن كانت العمليات تقتصر على يوم واحد.

- استخدام المناقصات و الأمانات و السوق المفتوحة كأدوات لتدخل بنك الجزائر في السوق ومن ثمة المساهمة في زيادة السيولة.

أيضا تم إقامة جزء جديد للخرينة العمومية في السوق النقدية (سوق قيم الخزينة) حتى يمكن لهذا العنصر الاقتصادي (الخرينة) الحصول على التمويل اللازم لدينها العام من خلال عمليات المناقصة بين المختصين في قيم الخزينة و الخزينة العمومية.

إلا أن هذا التحسن في السيولة البنكية في السوق النقدية لا يزال غير كاف حيث بقي تمويل الإقتصاد الوطني يعتمد على تدخلات بنك الجزائر خارج السوق النقدية، وبالأخص عبر أداة إعادة الخصم التي تعتبر أقل تكلفة.

ورغم اصدار قانون النقد والقرض فإن تمويل الإقتصاد في تلك اللحظة لا يزال يعتمد على مساهمات البنك المركزي ، فمثلا مساهمات البنك المركزي في الخزينة العمومية .

جدول رقم (98): مساهمات البنك المركزي في تمويل الخزينة العمومية 1989-1998

السنة	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98
مساهمات إلى الخزينة.نسبة مائوية	78	60	48	68	90	83	55	40	42	31

Source ;Abdelkrim Naas,opcit,p209 et p239.

ومن الجدول أعلاه نجد أن خزينة الدولة تعتمد بشكل كبير على مساهمات بنك الجزائر ما يؤكد أن اقتصاد البلاد هو اقتصاد استدانة . ثم بدأت هذه المساهمات تراجع ابتداء من 1995 وهذا التاريخ يمثل بداية نشأة سوق قيم الخزينة الذي بدأ في الاعتماد عليها في مواجهة الدين العام للدولة من خلال طرح أدون الخزينة.

3- مكانة السوق من سنة 2002 إلى سنة 2011:

ومنذ سنة 2002 وإلى غاية سنة 2011 شهدت السوق النقدية الجزائرية تطورا في نشاطها التمويلي، إلا أنها تبقى غير كافية لأداء دورها إذا ما قورنت بسوق الإقراض الممثلة في الجهاز البنكي.

جدول رقم(99): مساهمات السوق النقدية الجزائرية مقارنة بمساهمات الجهاز البنكي في تمويل

الاقتصاد(2002-2011).

الوحدة مليار دج

نهاية الفترة	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الجهاز البنكي	1266	1379.5	1534.4	1779	1904	2203	2614	3085.1	3266.7	3724.7
السوق النقدية	42.53	2.38	1.300	76.4	7.3	16.3	31.6	14.2	71.1	31

Source ::-Rapports (2003, 2006 , 2009 , 2011), Banque d'Algérie,opcit.

-Media bank n82p17.

يبين الجدول سيطرة الجهاز البنكي (ممثلا في البنوك) في عملية تمويل الاقتصاد بما في ذلك الديون غير الناجعة التي أعيد شراؤها من طرف الخزينة، مع استمرار نمو هذه القروض. وفي المقابل نجد أن حجم الصفقات ضعيف جدا في السوق النقدية لمواجهة تمويل الاقتصاد، وبشكل أدق يبقى دور هذه السوق محصور في إعادة تمويل البنوك والمؤسسات المالية وخزينة الدولة في ظل إفراط السيولة الهيكلية وتراجع مساهمات بنك الجزائر في التمويل.

جدول رقم(100): مساهمة سوق قيم الخزينة في تمويل الخزينة بالمقارنة مع مساهمات بنك الجزائر 2002-2008

الوحدة مليار دج

الفترة	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الدين العمومي الداخلي	982.5	981.8	1000	1039	1847	1103	734
أدونات الخزينة والسندات المماثلة	55.9	159.5	189.7	240.4	281.8	317.3	285.5
مساهمات بنك الجزائر الأجل	131	124	117	109	101	0	0

Source ::- Rapports (2003, 2006 , 2009), Banque d'Algérie,opcit.

من الجدول يمكن القول أن دور سوق قيم الخزينة كقسم من السوق النقدية لتمويل الخزينة قد زاد، وذلك من خلال طرح سندات في السوق، وفي نفس الوقت تراجع اعتماد الخزينة على مساهمات البنك المركزي.

ثانيا- حالة تونس:

اقتصرت السوق النقدية التونسية قبل تنظيمها (أي قبل سنة 1987) على البنوك وبعض المؤسسات والذوات الاعتبارية، الأمر الذي انعكس على دور السوق النقدية في عملية التمويل.

جدول رقم (101): تطور إعادة تمويل البنوك (1976-1987) لوحدتين مليون دينار

السنة	إجمالي إعادة التمويل	إعادة الخصم	السوق النقدية
1976	113	97	16
1977	155	110	45
1978	137	121	16
1979	183	119	64
1980	157	159	2-
1981	270	296	26-
1982	400	447	47-
1983	578	542	36
1984	726	649	77
1985	837	732	105
1986	978	796	182
1987	890	772	118

المصدر: البنك المركزي التونسي.

يشير الجدول إلى أن السوق النقدية التونسية كانت بمثابة الملجأ الثاني لإعادة تمويل البنوك بعد أداة إعادة الخصم.

أي أن السوق النقدية لم تكن المصدر الرئيسي لإعادة تمويل البنوك بسبب مشاكل السيولة.

وفي الواقع وخلال الفترة المذكورة أعلاه (1976-1987) حققت السوق النقدية نسبة في المتوسط أقل من 20% من إجمالي إعادة التمويل.

وتفضيل البنوك لأداة إعادة الخصم يفسر بأن هذه الأخيرة تتم بمعدلات تفضيلية وبالتالي تحقيق هامش معتبر للبنوك، ومن ثمة كانت أداة إعادة الخصم مصدر إعادة تمويل أقل تكلفة في السوق النقدية آنذاك.

وبصدور القانون رقم 87-49 المؤرخ في 29 ديسمبر 1987 المتعلق بتنظيم السوق النقدية، أصبحت السوق النقدية التونسية مفتوحة لكل البنوك والخزينة العمومية وهيئات أخرى.

وبفضل الأوراق المالية الجديدة التي يتم إصدارها في السوق مثل شهادات الإيداع، أوراق الخزينة، وأذون الخزينة أصبح للسوق النقدية دور أساسي في عملية التمويل.

جدول رقم (102): أهمية الأوراق المالية المتداولة في السوق في عملية التمويل 1988-2011

الوحدة (ألف دينار)

السنة	شهادات الإيداع	أوراق الخزينة (سندات الصندوق)	رقاع الخزينة	إعادة الخصم لدى البنك المركزي
1988	128500	54300	133393	212010
1989	192000	233500	418854	337285
1990	184500	499550	745296	332430
1991	89500	449100	1179322	355294
1992	54000	434500	1535253	360966
1993	78500	450750	1649822	307358
1994	65000	760850	1848155	249246
1995	55500	630700	2265190	184562
1996	121500	529500	2072734	-
1997	121000	672550	2531672	-
1998	124000	627200	1806756	-
1999	168500	510600	824074	-
2000	458500	381050	268568	-
2001	837500	401800	57079	-
2002	663500	356600	-	-
2003	668000	22800	-	-
2004	1020000	280200	-	-
2005	954500	236450	-	-
2006	998000	262650	-	-
2007	987500	256100	-	-
2008	1332500	169750	-	-
2009	1728500	216450	-	-
2010	1952000	243858	-	-
2011	2647291	-	-	-

Source : Statiques Financières, Banque centrale de Tunisie.

يظهر الجدول أعلاه تنوع الأوراق المالية المصدرة في السوق النقدية التونسية من شهادات الإيداع المصدرة من قبل مؤسسات القرض و أوراق الخزينة والتي يمكن إصدارها من قبل شركات ومؤسسات غير مؤسسات القرض والتي تتوفر فيها شروط سبق ذكرها بالإضافة إلى رقاع الخزينة

المصدرة من طرف الدولة، وهكذا فإن السوق النقدية التونسية تتسع لكل العناصر الاقتصادية التي تطلب التمويل وبشكل أدق في قسم سوق الأصول المالية القابلة للتداول وهذا فضلا عن أهمية سوق ما بين البنوك كقسم من السوق النقدية في توفير التمويل اللازم للبنوك والمؤسسات المالية والذي سبق ذكره. أيضا يظهر الجدول أعلاه تطور مبالغ الأوراق المالية في السوق النقدية بشكل معتبر. كذلك تباطؤ التمويلات ما بين المؤسسات في السوق النقدية سنة 2011 وهو ما يعكس تقلص السيولة لدى أغلب العناصر الاقتصادية والنفور من المخاطرة نتيجة التقلبات المتعددة التي أثارها عمليات الانتقال السياسي في البلاد.¹

وفيما يتعلق برقاع الخزينة فقد أصبحت تصدر في السوق المالية ابتداء من سنة 2002 خاصة وأن إحتداد الضغوط على المالية العمومية وتلك المرتبطة بتعبئة موارد تمويل خارجية أدى إلى اللجوء المكثف لإصدار رقاع الخزينة في السوق الرقاعية حيث تضاعفت الأموال المعبأة وزيادة لتبلغ 1.335 مليون دينار خلال سنة 2011.

وتجدر الإشارة إلى أن رقاع الخزينة لا تزال تتداول في السوق النقدية لإنجاز مبادلات السيولة، كذلك تدخلات معهد الإصدار لتوفير أو امتصاص السيولة من السوق النقدية تستند إلى وجود سندات عمومية.

من جهة أخرى وأمام الضغوط المسلطة على المالية العمومية عرف لجوء الدولة للتدوين سواء الداخلي (من خلال طرح سندات عمومية) أو الخارجي، زيادة حادة خاصة في سنة 2011، حيث قامت الحكومة التونسية بتفعيل برنامج اقتصادي واجتماعي على المدى القصير بهدف التخفيف من تأثيرات الأحداث التي عقت الثورة، وتمحور هذا البرنامج حول دعم الاقتصاد وتمويله والنهوض بالتشغيل والتنمية الجهوية الأمر الذي أثر على ميزانية الدولة. ونتيجة لذلك، ارتفع قائم الدين العمومي لينتقل بين سنة وأخرى من 40.5% إلى 44.5% من إجمالي الناتج المحلي.²

جدول رقم (103): موارد الاقتراض الداخلية 2008 - 2011 (الوحدة: مليون دينار)

المسمى	2008	2009	2010	2011
الإقتراضات الداخلية:	670.6	1024.4	634.6	1335.2
رقاع الخزينة لـ 52 أسبوع.	122.7	241.0	165.5	373.2
رقاع الخزينة القابلة للتنظيم.	547.9	783.4	469.1	962.0

المصدر: التقرير السنوي 2011، البنك المركزي التونسي، مرجع سابق، ص42

¹ - التقرير السنوي 2011، البنك المركزي التونسي، مرجع سابق، ص48.

² - المرجع السابق، ص46.

وبشكل كلي عرفت السوق النقدية تطوراً في حجم تمويلها داخل إطار التدابير الكلي^١ للدولة التونسية، مع العلم أن هذا الأخير تطور بنسق استثنائي سنة 2011 بنسبة 12.4٪ مقابل 1.9٪ في سنة 2010 وذلك للاستجابة إلى المطالب الاجتماعية المتزايدة، حيث تم إنجاز ما يزيد عن 70٪ من التدابير الكلي^٢ عبر اللجوء إلى تمويلات ذات مصدر داخلي مثل السوق النقدية.

^١يعتبر التدابير الكلي مكونة واسعة للتمويل، حيث يضم كل القروض والموارد المالية (القروض التقليدية أو الإصدارات في السوق النقدية و \ أو في السوق الرقاعية)، المتحصل عليها من قبل العناصر الاقتصادية غير المالية المقيمة سواء من مقيمين أو غير مقيمين. مع استثناء التمويلات عن طريق إصدار سندات رأس مال أو تعزيز الأموال الذاتية .

جدول رقم (104): السوق النقدية ضمن إطار تطور التداين الكلي التونسي. الوحدة مليون دينار

المسمى	2009	2010	2011	التغيرات بـ %		
				2011/2010	2010/2009	2008/2009
التداين الداخلي	44.414	50.906	58.546	15	14.6	9.1
-الدولة	10.314	9.949	11.967	20.3	3.5-	6.8
-العناصر الاقتصادية الآخري غير المالية	34.099	40.957	46.579	13.8	20.1	9.8
*من الجهار المالي	40.576	47.217	54.313	15	16.4	11.2
-الدولة	6.735	6.567	8.049	22.6	2.5-	16.5
-العناصر الاقتصادية الآخري غير المالية	33.841	40.650	46.264	13.8	20.1	10.2
*من أسواق رؤوس الاموال	3.838	3.689	4.233	14.7	3.9-	9.3-
-الدولة	3.850	3.382	3.918	15.8	5.5-	7.7-
-العناصر الاقتصادية الآخري غير المالية	258	307	315	2.6	19	26.5-
• السوق النقدية	170	216	243	12.5	27.1	33.6-
-الدولة	0	0	0			0
-العناصر الاقتصادية الآخري غير المالية	170	216	243	12.5	27.1	33.6-
•السوق الرقاعية	3.668	3.473	3.990	14.9	5.3-	7.7-
-الدولة	3.580	3.382	3.918	15.8	5.5-	7.7-
-العناصر الاقتصادية الآخري غير المالية	88	91	72	20.9-	3.4	7.4-
التداين الخارجي	20.100	21.859	23.821	9	8.8	4.5
-الدولة	14.718	15.583	16.699	7.3	5.7	1.1
-العناصر الاقتصادية الآخري غير المالية	5.382	6.296	7.122	13.1	17	15.1
التداين الكلي	64.514	72.765	82.367	13.2	12.8	7.6
-الدولة	25.033	25.512	28.666	12.4	1.9	3.3
-العناصر الاقتصادية الآخري غير المالية	39.481	47.253	53.701	13.6	19.7	10.5

المصدر: التقرير السنوي 2011 ، البنك المركزي التونسي، مرجع سابق، ص 47.

من الجدول أعلاه يمكن القول أن التمويلات المسندة من قبل الجهاز المالي للعناصر الاقتصادية سواء للدولة أو للأطراف غير المالية ، قد عرفت سيطرة أكبر في مجال التمويل رغم أنها سجلت في 2011 تباطؤا لنسق نموها نتيجة انكماش الاقتصاد الوطني والأثر الرجعي الناتج عن التسارع الاستثنائي الذي سجلته القروض للاقتصاد سنة 2010.

ثم تأتي السوق الرقاعية في المرتبة الموالية من ناحية أهمية التمويل بعد الجهاز المالي، أما السوق النقدية فتقل أهمية عن الجهاز المالي وبشكل أدق الجهاز المصرفي والسوق الرقاعية في تمويل الاقتصاد وذلك رغم تباطؤ التمويلات ما بين المؤسسات في السوق النقدية الأمر الذي يعكس تقلص السيولة البنكية لدى غالبية العناصر الاقتصادية وتقادي الوقوع في المخاطرة مثلما ذكرنا سابقا.

كما أصبحت السوق النقدية أكثر أهمية من أداة إعادة الخصم بعد سنة 1987، حيث أصبحت هذه الأخيرة مخصصة ابتداء من 02 جانفي 1987 للقطاعات ذات الأولوية (الفلاحة، الصادرات، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة) علما أن المعدلات التفضيلية على هذه القروض قد ألغيت في نوفمبر 1996¹ أي أن البنك المركزي التونسي أعاد صياغة سياسة إعادة التمويل من خلال تنشيط السوق النقدية، وبهدف دفع البنوك إلى استخدام مواردها الخاصة وتعبئة المدخرات الوطنية لتمويل الاقتصاد.

المبحث الثاني : النهوض بالسوق النقدية الجزائرية .

تشكل المنظومة البنكية أساس اقتصاد البلاد ولحسب ثقة المستثمر الأجنبي لابد من إعطاء صورة جيدة لهذه المنظومة. ولتصبح المنظومة البنكية الوسيلة الأساسية لتحسين أداء الاقتصاد الوطني في إطار منافسة تتسع لكل المتعاملين الاقتصاديين يجب أن :

- تسوى الأوضاع القانونية لجميع المصارف كخطوة أولى.

- توضع الشروط اللازمة لحسن سيرها على أكمل وجه من دون تدخل الدولة.

ولن نتوصل إلى ذلك إلا إذا اهتمت الدولة بصلاحياتها الخاصة والمفيد أنه لابد من تطبيق الإجراءات القانونية الملائمة ومن دون تردد.²

بالإضافة إلى ذلك مسلسل الاعتمادات لم ينتهي بعد، بحيث لم تحصل جميع البنوك العمومية على الاعتماد بموجب المادة 82 و83 من القانون 90-10 المعدل والمتعلق بالنقد والقرض ، وهذا ما يجعل المنظومة البنكية تفتقر نوعا ما للطابع القانوني وتجدر الإشارة أن أمرا كهذا سيؤثر على مصداقية المنظومة المصرفية الوطنية عند الأوساط المالية الدولية ،ومن ثم يتجنب الشريك الأجنبي تحمل المخاطر الناجمة عن البنوك وإن زادت قيمة الضمانات المقدمة .

كما يجب على الدولة لإستعادة مصداقيتها تجاه النظام المصرفي والمالي أن تطبق القوانين الخاصة بالصكوك غير المسددة بكل صرامة وعزم بما فيها العقوبات المناسبة لأصحاب الحسابات

¹-Statistiques Financières, Banque centrale de Tunisie, N°178, mars 2012.

²-Dib Said , <<Reforme du système bancaire ou de L'environnement bancaire ? >> , article Média Bank N°46 du mois Mars 2000 , P26.

دون رصيد، فقد أفادت أوساط مالية أن متوسط تداول الصكوك دون رصيد على مستوى البنوك الجزائرية يتراوح ما بين 50 و100 صك شهريا، فيما تقدر قيمة المنازعات البنكية والقروض غير مضمونة الدفع بمبلغ يفوق 500 مليار دج¹. وقد أدى ظهور مثل هذه العمليات إلى:

- ظهور عمليات الخصم للصكوك لعدم وجود مدة لمعالجتها في البنوك ويعد هذا العمل غير معتاد، لأن الصك وسيلة دفع فوري وتحت النظر في الأصل.
- عدم قبول الصكوك إلا بعد المصادقة عليها من طرف بنك السحب.
- ومثل هذا الأمر يفرض على السلطات النقدية تكثيف المساعي للوصول إلى نظام دفع يحسن استغلال النقود المتداولة .

ومن أجل تحقيق الحيوية للمنظومة المصرفية ومن ثم النظام المالي، نقترح ما يلي:

المطلب الأول: تدعيم وتوسيع السوق النقدية الجزائرية:

تشمل السوق النقدية الجزائرية في شكلها الحالي كل العناصر الضرورية من أجل إعادة رد الاعتبار للوظائف النقدية التقليدية في إطار انتقال الاقتصاد الوطني نحو اقتصاد السوق، ومثلما ذكرنا سابقا أن البعد الاقتصادي (أو المعنى الواسع) للسوق النقدية يعني أنها فضاء لمبادلة الأموال لأجل قصير ومتوسط لفائدة المؤسسات المالية البنكية، كذلك الأعوان الاقتصاديين غير الماليين وتشكل إضافة إلى ذلك أداة ضبط غير مباشرة لعرض القروض البنكية .

ويمكن حصر الاتجاهات المساعدة على ظهور سوق نقدية واسعة في :

- تحسين مصرفية الإقتصاد وتعبئة الموارد .

- إصدار أوراق مالية جديدة قابلة للتداول.

- تفعيل نظام الدفع.

الفرع الأول: تحسين مصرفية الإقتصاد وتعبئة الموارد .

لقد أدى العجز الذي حصل في سيولة البنوك التجارية ، الجزائرية - خصوصا مع نقص الموارد المجمعة من طرف الزبائن - إلى اللجوء المفرط والشبه مقصور على بنك الجزائر من أجل إعادة التمويل ويفسر ذلك باللاوساطة المالية في المنظومة المصرفية.

وفي ديسمبر 1991 التزم بنك الجزائر واعتمادا من طرف مديرية القرض والتنظيم البنكي مشروع مصرفية وتجميع الموارد يهدف عموما إلى رد الاعتبار لأدوات الدفع الكلاسيكية، وإحداث أدوات دفع جديدة وترقية الأدوات المالية وتجديدها.

وتجدر الإشارة أنه في ظل اقتصاد السوق ينبغي أن يعمل النظام البنكي على تعبئة موارد العناصر الاقتصادية ذوي القدرة على التمويل (الذين يملكون موارد فائضة) وتحويلها إلى

¹ - جريدة الخبر العدد 4162 ، مرجع سابق ، ص2

منتجات بنكية متنوعة ومالية للأعوان التي هي بحاجة إلى أموال. فتعبئة الموارد من طرف النظام البنكي يتحقق عن طريق نوعين كبيرين من الدعائم :

- زيادة استخدام أدوات الدفع (شيكات، تحويلات، بطاقات بنكية)، وترمي هذه الركيزة إلى جلب أكبر عدد ممكن من المبادلات النقدية، هذا الذي يسمح بتقليص أكبر إمكانية لتسرب الأوراق، ومن ثم استعمال نقود كتابية بدلا من النقود الورقية الائتمانية .
 - وضع تصور للوصول إلى تطوير المنتجات المالية : وتتمثل هذه المنتجات في منتجات الإيداع المقترحة على الزبائن مع مكافأة مباشرة (معدل فائدة) أو غير مباشرة (منتجات ادخار مرتبطة بادخار مسكن مثلا) وإلى المتعاملين الاقتصاديين تحت صيغ أخرى .
- وفي الحقيقة سياسة التطوير هذه (بالمبادرة باستعمال طرق الدفع وترقية المنتجات المالية) كخطوة أولى لبحث الوساطة المالية من جديد تتطلب برنامج عمل يحمل في طياته المحاور الأساسية التالية :

* وضع إجراءات تشريعية وتنظيمية صارمة لمعالجة عوارض الدفع (شيك من دون رصيد) ، حيث يتعين أن تصبح هذه الشيكات غير مادية أي أن المتعامل الاقتصادي في بنك بوهران يأخذ أمواله مع إصدار شيك من العاصمة دون أن ينتظر وصول الصك بصفة مادية إلى وهران.. لكن هذا يتطلب أن يحترم الجميع قواعد اللعبة، أي أن البنوك تصل إلى إرساء الثقة بين كل وكالاتها وبين البنوك على المستوى الوطني حيث لا يجد أي بنك نفسه في ورطة بدفع صك ثم لا يتحصل على الأموال من البنك الأول، حيث أن إرساء هذه الثقة والأمان بين كل البنوك عبر التراب الوطني يسهل المهمة للمتعامل بسحب شيكه دون أن يتطلب له ذلك 21 يوما على الأقل.¹

*تحديد إجراءات لمعالجة العمليات البنكية (عمليات الصندوق، دفع الشيكات، التحويلات الاعتمادات).

ومثل هذه الإجراءات التي تهدف إلى اعتماد اقتصاد نقدي ومصرفي يعتمد التداول فيه بشكل كبير على أدوات دفع متطورة (شيكات ، نقود ، ودائع ، نقد إلكتروني) لتسوية العمليات التجارية ومن ثمة زيادة وسائل عمل البنوك.

الفرع الثاني: إصدار أوراق مالية جديدة قابلة للتداول.

في سياق اقتصاد سوق رؤوس الأموال ، تحظى سوق الأصول الخاصة بالحقوق القابلة للتداول بأهمية كبيرة بسبب الدور الملائم الذي تلعبه في تعبئة الموارد المالية في الأجل القصير والمتوسط ،

¹ - جريدة الخبر ، العدد 4468 ، بتاريخ 08 اوت 2005 ، ص 3.

وبهذا الفعل يكون تمويل إحتياجات الأعوان الاقتصاديين بدون تأثير على عوامل الإضطراب الاقتصادي .

فإلتزاما بتوسيع السوق النقدية بمتدخلين جدد كمساهمة في الإبتكار المالي ، إبتكارات أخرى تعد مرغوبة نستطيع أن نذكر منها مايلي :

أولا:خلق سندات الصندوق (أوراق الخزينة).

فكرة إصدار قسم خاص بأوراق مصدرة من طرف الشركات (سندات الصندوق) لم تتجسد بعد بسبب حالة ضعف البنية (la déstructuration) التي تعاني منها مؤسساتنا الوطنية . بالرغم من إجراءات إعادة الهيكلة والإصلاحات، حيث الهدف هو التمهيد بمخططات تكنولوجية ومالية لمؤسساتنا.

هذه الفكرة أخذت من طرف السلطات النقدية والمالية لبلدنا ويتطلب هذا المشروع دراسات متعددة رامية إلى تحضير إطار تنظيمي وعملي لهذه السوق من سندات الصندوق.

كما أن هذه السوق ستضمن تمويل سليم ومباشر قائم على تعبئة الإدخار الموجود من قبل وتتجنب كذلك كل ظاهرة من شأنها زيادة الخلق النقدي والضغوطات التضخمية إضافة لذلك ستشكل أداة فعالة وأقل تكلفة مخصصة لتمويل إحتياجات المؤسسات .

إذ ستكون سندات الصندوق أحسن مكافأة من أذونات الخزينة القابلة للتداول بسبب الخطر الذي يعد كبيرا في هذه السوق ، وهذا الأمر من شأنه جلب عدد كبير من المتدخلين مثل : البنوك ، الأفراد ، المؤسسات وحتى غير المقيمين للإكتتاب في مثل هذه السوق .

وسيكون المصدرون (les émetteurs) المحتملون مؤسسات غير مؤسسات القرض لديها على الأقل سنتين من الوجود ، وميزانيتين معتمدتين وأرضية مالية كافية. وهذه الشركات تتمثل في :

- شركات بالأسهم من القطاع العام أو الخاص قادرة على القيام بطلب عام للإدخار مثل (Sonelgaz ,Air Algérie ,L'ENAD) .

- شركات سبق تصنيفها في البورصة (صيدال، الأوراسي، رياض سطيف، سوناطراك) .وسيكون الوسطاء الرئيسيون في سوق سندات الصندوق هم البنوك من أجل :

ضمان بقاء هذه السندات، ومنح قروض لسد حاجة المصدرين (المؤسسات) في انتظار المكتبتين. بالإضافة إلى ذلك سيسمح إصدار سندات الصندوق بمعرفة المؤسسة لدى المستثمرين وهذا الفعل يسهل لها اللجوء إلى التمويل لأجل طويل (إصدار أسهم وسندات) ، كما لا ننس أهمية السوق الثانوية لهذه الأوراق لضمانها السيولة لحامل تلك الورقة .

ثانيا:خلق شهادات الإيداع .

تجمع البنوك الوطنية دائما الإدخار بميكانيزمات تقليدية ، من خلال حسابات الودائع تحت النظر ولأجل ،ودفاتر الإدخار.

وهذا يرجع خصوصا إلى نظام اقتصاد المخطط والمركزي أين تظهر الآثار إلى يومنا هذا ابتداء من سياسات وإستراتيجيات البنوك الوطنية المتبعة في جمع الإدخار، وهذا ما يشكل حجر عثرة لظهور سوق شهادات الإيداع .

في حين أن أصحاب القرار النقدي والمالي يأملون في ظهور هذه السوق ، وهذه الرغبة ستحقق بمساندة البنوك الأجنبية التي ستتمكن بفضل تجربتها ومعرفتها من المساهمة في هذه الوسيلة . ويسمح هذا النوع من الأسواق للبنوك من زيادة أموالها التي تعد ضرورية لمتابعة نشاطها ، كما توفر هذه السوق منافسة شريفة وتحث البنوك ببذل جهود مادية وإستراتيجية للحصول على كميات هامة في سوق الودائع .

كما يمكن لكل العناصر الإقتصادية الإحتفاظ بشهادات الإيداع، والتفاوض عليها في سوق ثانوية للسماح لها بالتحويل في كل لحظة إلى سيولات.

وفي الأخير يمكن القول أنه إلى يومنا هذا تمثل سوق أدونات الخزينة الجزائرية الخطوة الأولى نحو إصدار سوق حقيقية للأصول الخاصة بالحقوق القابلة للتداول. وإدخال هذه الأداة في 1995 يرمي في المرة الأولى إلى عقلنة النفقات العامة ، وإلى تحديد الحد الأمثل من الإيرادات الجبائية وسمح للخزينة بالتسيير بحركية لديونها ، وهذه التجربة توجب التوسع إلى متعاملين آخرين ماليين وغير ماليين .

الفرع الثالث:تفعيل نظام الدفع.

تعتبر السيولة المالية مؤشر رئيسي في تحديد السياسة النقدية والتي على أساسها يتم التحكم في الكثير من المتغيرات الاقتصادية مثل أسعار الفائدة والتضخم. وبما أن نظام التسوية هو الذي يتم من خلاله التعامل بين البنوك من خلال أوامر الدفع ومن ثم التأثير على السيولة البنكية بشكل عام في السوق، أي أن هذه النظم يمكن أن تستخدم كأداة لتنفيذ السياسة النقدية وأيضا إمكانية الحصول على معلومات منها عن أثر تنفيذ هذه السياسات نتيجة تأثير سلوك البنوك العاملة في القطاع البنكي.

وهكذا تشكل احتياجات السوق النقدية واعتبارات السياسة النقدية القوة الدافعة لتنشيط وتفعيل نظام الدفع.

و بالتالي يشير مصطلح نظام الدفع إلى الأدوات والهيئات وإجراءات التشغيل ونظام المعلومات والاتصالات التي تستخدم لغرض توفير المعلومات المتصلة بالمدفوعات ونقلها من القائم بالدفع إلى المدفوع إليه، ولتسوية المدفوعات، أي نقل الأموال. ويؤثر تصميم تلك النظم تأثيرا كبيرا

على الكفاءة التي تعمل بها السياسة النقدية، وعلى سلامة المؤسسات المالية وعلى عمل الاقتصاد في مجمله.¹

وقد تكفل بنك الجزائر بتحضير الإطار التنظيمي المتضمن تنظيم نظامي الدفع وعملهما وكذلك النظام المتعلق بأمن أنظمة الدفع، ولهذا الغرض قام مجلس النقد والقرض بإصدار ثلاثة (03) أنظمة في نهاية 2005.

وقد دخل نظامي الدفع هذين في الإنتاج (التشغيل) في 2006، نظام الدفع الاجمالي الفوري للمبالغ الكبيرة والدفع المستعجل في 08 فيفري 2006 والمقاصة الالكترونية في 15 ماي 2006.² وكان الهدف من ذلك ضمان تحويل الأموال بصفة فعالة ومضمونة وسريعة ومؤمنة والمساهمة في تحسين إدارة المخاطر ودعم الروابط المؤسساتية والمالية مع الأسواق. ومثل هذه الخطوة تهدف إلى اعتماد اقتصاد نقدي ومصرفي من خلال نظام مابين البنوك للمقاصة عن بعد بمدفوعات الحجم (شيكات سندات ، تحويلات ، إقتطاعات ، مدفوعات ببطاقة بنكية) .

والنظام المقصود هو ألي وغير مجسد يشتغل لمبادلة الصفقات الإلكترونية غير المجسدة وإلغاء المبادلة المادية للأوراق السابقة (شيكات ، سندات) كما تستطيع البنوك تداول أدوات الدفع لاحقا.³ ويوفر هذا النظام العديد من المزايا ، تتمثل في :

- تقليص آجال التحصيل بين البنوك بمختلف أدوات الدفع الكتابية .
- إعادة تأهيل طرق الدفع الكتابية الكلاسيكية (شيكات ، السندات ، التحويلات) ، ومن خلالها تحسين العمليات البنكية الأساسية.
- ترقية أدوات الدفع العصرية (إقتطاعات ، العمليات بالبطاقات) .
- التقليل إلى حد تكلفة المبادلات البنكية .
- تحسين نوعية ومصادقية المعلومات .
- التأمين على الصفقات ومعالجتها .
- التأثير المحث على تطور مرغوب من المستثمرون الأجانب في الجزائر .

ومنذ دخول نظام آر تس* في الاستغلال وإلى غاية نهاية ديسمبر 2006، افتتح النظام أمام المبادلات لفترة 226 يوم وعلى مدى هذه الفترة ، سجل في المتوسط 630 عملية/ يوم تمثل مبلغا يوميا متوسطا يقدر بـ 750.6 مليار دينار. يرتفع عدد العمليات المسجلة بعنوان 2006 إلى 142373 رسالة مالية، وهو ما يقابل حجما شهريا متوسطا يقدر بـ 12943 معاملة.

¹ - توماس بالينو وآخرون، إصلاح نظام المدفوعات والسياسة النقدية، مجلة التمويل والتنمية، مجلد 33 العدد 01، مارس 1996 ص 02

² - التقرير السنوي، بنك الجزائر، مرجع سابق، ص 131

³ -Brahim Mohamed Larbi , <<projet de mise en place d'un système de télécompensation en Algérie>> article Média Bank , N°76 Février / Mars 2005 , p19.

* نظام الدفع الإجمالي الفوري للمبالغ الكبيرة والمدفوعات المستعجلة

كما سجل نظام "آتي" ^{**} ارتفاعا معتبرا في عمليات الدفع التي تمر عبره، فقد انتقل هذا العدد من 67928 عملية دفع منجزة في ماي 2006 إلى 195650 عملية في جوان 2006، ثم انتقل تدريجيا إلى 477588 عملية دفع في ديسمبر 2006، وهو ما يعكس ارتفاعا منتظما في حجم العمليات المنجزة.

ولتفعيل هذا النظام الحديث النشأة حتى يسمح بالاستفادة بشكل كامل من التقدم التكنولوجي لكافة المشاركين يتعين أن تؤخذ بعين الاعتبار المبادئ التي نص عليها بنك التسويات الدولي. المبادئ الأساسية لنظم الدفع ذات الأهمية النظامية:

هناك مبادئ نص عليها بنك التسويات الدولي عند تطبيق أي نظام لخدمة نظام الدفع نظرا لخطورة وأهمية تلك النظم في القطاع المصرفي:¹

- يجب أن يتمتع النظام بأساس قانوني قوي حيث يتم ايضاح التفاصيل الخاصة بتعريف العمليات المختلفة وأحوال الإفلاس وأحكامها.
- يجب أن يوضح تشغيل النظام (وهو في الأغلب البنك المركزي) للمشاركين حقوقهم وواجباتهم إلى جانب إيفاء المشاركين بأي تعجيل قد يطرأ على القواعد والإجراءات تبعا لتغير الظروف الاقتصادية في السوق.
- يجب أن يحدد النظام بوضوح الإجراءات المتبعة لإدارة كل من مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة والتي تحدد مسؤوليات كل من تشغيل النظام والمشاركين، وذلك لتوفير الحافز لإدارة واحتواء تلك المخاطر، ولخدمة هذا الهدف هناك إجراءات تحليلية تضم المتابعة والمراقبة المستمرة لمخاطر السيولة والائتمان الذي يشكلها المشاركون للنظام، وهناك الإجراءات التنفيذية والتي تضم تنفيذ قرارات إدارة المخاطر مثل وضع حدود لانكشاف المركز المالي للبنوك .
- يتعين على النظام أن يوفر التسوية المالية النهائية السريعة في نفس يوم إستحقاقها إذا سمحت التكنولوجيا المستخدمة بذلك، أو خلال يوم العمل أو على الأقل قبل نهاية يوم العمل.
- إذا كان النظام المستخدم يقوم بعمليات تصفية متعددة بين المشاركين فيجب على الأقل أن يكون قادرا على تأمين إنهاء التسويات اليومية في التوقيت المناسب.
- يجب أن تكون الأصول المستخدمة من خلال النظام بغرض التسوية في صورة التزام على البنك المركزي حيث أن هذه الأصول يجب أن تكون محملة بأقل قيمة لكل من مخاطر الائتمان

^{**} نظام المقاصة الالكترونية للمدفوعات الصغيرة الحجم.

- هبة أشرف أحمد مكاوي، المعايير الاقتصادية والفنية الحديثة في تحديد سيولة البنوك التجارية - دراسة تطبيقية على التسويات اللحظية في البنوك المصرية-رسالة مقدمة لإستيفاء جميع المتطلبات للحصول على درجة ماجستير في الإقتصاد، القاهرة 2008/2010، ص ص 113-116.

- والسيولة ومن أمثلة هذه الأصول الحسابات الجارية التي تحتفظ بها البنوك التجارية لدى البنك المركزي بغرض التسوية مقابل المعاملات اليومية والاحتفاظ بنسب الاحتياطي القانوني.
- يجب أن يوفر النظام على أعلى درجات الأمان والإعتماد العملي اليومي إلى جانب وجود ترتيبات احتياطية في حالة مواجهة النظام لأي مشاكل يومية وذلك لضمان استمرار العمل وإنهاء العمليات المالية في يوم العمل ذاته ، ومثل ذلك وضع تقنيات تمنع دخول غير المشاركين بهدف الاضرار بالنظام بأي صوره.
 - يجب تحديد المنفعة التي تعود على المشاركين وتحليلها وبيان الاستخدام والتكلفة التي سوف يتكبدها المستخدم لهذا النظام والمتطلبات التي تحقق كفاءة عمل النظام ومتطلبات الأمان والموارد المطلوبة لتوفير هذا النظام للمشاركين (عمالة، أجهزة،.....الخ.) إلى جانب طرق جمع البيانات ومصادرها وتحليلها .
 - يتعين أن يكون لنظام الدفع هدف من تطبيقه وأن يتم الإعلان العام عن متطلبات وخصائص المشاركة في مثل هذا النظام والتي تسمح بالمشاركة العادلة ، حيث أن المعلومات الخاصة بالسوق و المدفوعات وكيفية المشاركة يجب أن يكون لجميع المشاركين في النظام الفرصة المتساوية في الحصول عليها .
 - يجب أن تكون الترتيبات الخاصة بإدارة النظام تتسم بأن تكون مؤثرة وقابلة للتفسير وتتميز بالشفافية ، كما يجب أن تتم مراجعتها أول بأول .
- ويكون البنك المركزي مسؤول عن التأكد من أن النظام يعمل وفقا للمبادئ الرئيسية التي أصدرها بنك التسويات الدولي ، كما يجب أيضا أن يقوم بالرقابة على نظم الدفع فيها والالتزام بتنفيذ المبادئ السابق ذكرها .
- بالإضافة إلى ذلك اكتسب إصلاح أنظمة الدفع أهمية خاصة في كثير من برامج إصلاح القطاع المالي وعلى سبيل المثال ماليزيا (1989/1986)، و إيطاليا (1989/ 1990) وتايلند (1995). وتعتبر السياسات الهادفة إلى زيادة تنويع أدوات الدفع وسيولتها من أهم الجوانب في إصلاح أنظمة الدفع .
- وتم الأخذ بتدابير تتناول إدارة المخاطر المالية في أنظمة الدفع وخاصة نظم تحويل الأرصدة كبيرة القيمة، ولا تستهدف هذه التدابير تقليل المخاطر التي يواجهها المشاركون في نظام الدفع كل على حدة فحسب ، وإنما تستهدف أيضا وهو الأكثر أهمية تقليل مخاطر النظام، والتي تنقسم إلى

أربعة أنواع هي : حدود التعرض للمخاطر، الضمانات الجماعية، ترتيبات المشاركة في الخسائر ، تقصير الفترات الزمنية للتسويات .

ويقصد بترتيبات الضمانات الجماعية استخدام الأصول مرتفعة السيولة مثل الأوراق المالية الحكومية عادة كضمان جماعي، مع الاحتفاظ بتلك الأصول في حساب باسم الشبكة لدى إحدى جهات ايداع الأوراق المالية (البنك المركزي مثلا) .

ومن ناحية الجوانب التنظيمية للإصلاح فقد وجدت دول كثيرة أن من المفيد إقامة مجلس قومي للمدفوعات من نوع ما يضم البنك المركزي و البنوك التجارية ، وربما منظمات مالية أخرى تشارك على نحو فعال في أنظمة الدفع ، وتجرى داخل جهاز التنسيق هذا ، مناقشة الأفكار بصراحة ، والحصول على المعلومات المتصلة بالطلب على خدمات المدفوعات ، والتوصل إلى توافق الآراء بشأن المسائل التقنية ومسائل السياسة العامة الهامة .

المطلب الثاني: تدعيم دور البنوك بالبنى التحتية المالية الناقصة:

إضافة إلى ماسبق يتطلب أن يعزز القطاع البنكي التقليدي بمؤسسات مساندة له مثل مؤسسات تأجير المعدات وصناديق الضمانات، ويعد من الوهم التفكير في تطوير سوق رؤوس الأموال إذا كانت الدولة تفتقر بعد إلى هياكل أساسية مالية كأساس ضروري لعمليات الدفع والتسوية للصفقات التجارية. وهذه الهياكل يمكن تلخيصها في :

الفرع الأول: رأس مال الإستثمار (le capital investissement) .

يسمى رأس مال الاستثمار أيضا برأس مال المجازفة و يشكل مساهمة في رؤوس الأموال الخاصة وتقسمة للمخاطر والفرص للشركة الممولة . ويسجل في علاقة طويلة الأمد مع المؤسسة ، وهذه الشراكة يمكن أن تدوم من 3 إلى 5 سنوات بالنسبة للمشاريع في مرحلة التطور أو عمليات التحويل ومن 7 إلى 10 سنوات للمشاريع من مؤسسات جديدة ذات مخاطر كبيرة تكنولوجية أو مالية . وعلى خلاف القرض الممنوح من طرف البنكي بعد تحليل المخاطر وتقييم الضمانات المهيأة ، يمثل رأس مال الاستثمار طريقة نوعية في تمويل المؤسسات والحالة هذه من الاستثمار تكون بالمساهمة في رؤوس الأموال الخاصة، كما أن التمويل برأس مال الاستثمار يرتبط بالمراحل المختلفة لتطور المؤسسة.

إن المتعاملين برأس مال الاستثمار هم أساسا البنوك ، المؤسسات المتخصصة، المستثمرون التأسيسيون (المؤمنون ، صناديق التقاعد ، صناديق الاستثمار) التي تبحث عن تنويع في توظيفاتها التقليدية كالأسهم والسندات.

وهذه الصيغة من التمويل أكثر شيوعا أو استجابة في مواضع أخرى ، وغير ممكنة الإستغلال في الجزائر في الوضع الحالي ويرجع ذلك لتنظيم الاقتصاد وكذلك لقانون الشركات الذي يسمح بصيغ

أخرى للشركات بالأسهم إلا تلك المكونة من سبعة مساهمين فأكثر، وعليه يجب أن لاننس عند المراجعة الجارية للقانون التجاري للاستفادة من إدخال شركات بالأسهم المبسطة تكون لشخصين فقط. إن رأس مال الاستثمار يعد أحد طرق تمويل المؤسسات سواء عند نشأتها أو في طور تنميتها أو في طور التحويل ، كما يعمل على تطوير منتجات جديدة أو تكنولوجيات مبتكرة وزيادة الأموال العاملة ضف إلى ذلك توفير أكبر إحتمال لزيادة أنشطة التسويق للمؤسسات .

الفرع الثاني: القرض الإيجاري (Crédit bail ou leasing) :

تشكل هذه الصيغة أيضا آلية لتمويل الاستثمارات وأكثر تكيفا للشركات التي تنطلق في العمل والتي تسمح لها بالتصرف في تجهيزات وعتاد ضروري للإستغلال دون تحمل دين . بما أن العبء يتوقف على دفع إيجارات الأصول فقط .وأدخلت هذه الآلية إلى الجزائر من خلال شركتين ماليتين (SALEM فرع CNMA وعرب تأجير للتعاون فرع بنك ABC) .

ويعد التأجير مطلوبا بالنظر لإحتياجات الاقتصاد لتطوير وتسهيل تحقيق الكثير من مشاريع الاستثمارات . ومهما كان التأجير قليلا يتبناه رجال الأعمال والمتعاملون بصفة عامة كأداة للتمويل .

الفرع الثالث: صناديق الاستثمارات (Les fonds d'investissement)

تلعب هذه الصناديق دورا هاما في تمويل الاستثمارات في العديد من الدول، ويلجأ إليها المستثمرون من أجل إدخالها في مشاريعهم . ويتم تسيير هذه الصناديق على أساس إختياري وبمعايير ذات دقة اقتصادية بسبب أنها تحمل في الغالب مبادرات خاصة وطنية أو جهوية . وتعاني الجزائر من غياب مثل هذه الصناديق التي ينبغي أن تصدر من الدولة أو من متعاملين خواص.

كما أن المبادرات الحالية التي تقودها السلطات العمومية من جهة والتأسييسيون الخواص ستتحج مستقبلا (بالنظر إلى دعم قدرات تمويل الاستثمار اليوم) .

الفرع الرابع: تمويل المشروع (financingle projet) .

تعتبر تقنية أكثر رواجاً في الوقت الحالي بعد غياب جزئي في سنوات الثمانيات ، كما أن عملية تمويل المشروع (le financement de projet) ستمكن إذا أدخلت إلى الجزائر مع تسهيلات من نوع تنظيمي من المساعدة على تطوير الكثير من القطاعات بحثا عن الأسواق الخارجية ومن ثم التصدير. ويخص تمويل المشروع التمويل لأجل طويل في مجال الهياكل الأساسية وفي التطوير الصناعي والخدمات العامة على أساس بنية مالية أين تكلفة المشروع ورأس المال المستعمل من أجل تمويل المشروع تسدد بفضل التدفق النقدي (cash flow) المتولد عن المشروع .

تستعمل في العالم كاملا على نطاق واسع من قبل القطاعات ، كما أن هذه التقنية من التمويل تعد أكثر فأكثر شعبية لأن الحكومات تبحث عن مشاركة القطاع الخاص في التمويل وإستغلال الهياكل الأساسية العمومية.

وتعد الإجراءات من أجل إصدار هذا النوع من التمويل معقدة لأنها تحتاج إلى ترتيبات قانونية ومالية أكثر تطورا . لكن هذا التعقيد سيسمح من تعديل المشاكل الضخمة والتي تطرح حاليا على المسرح الاقتصادي وبالخصوص مشكل الضمان الذي يختفي هنا .

الفرع الخامس: صناديق الضمان (les fonds de garantie) .

أحد الأسباب غير الواضحة لغياب مشاركة البنوك في تمويل الإستثمارات نجد كل القيود المفروضة من طرف التنظيم الإحترازي (la réglementation prudentielle) تجبر البنوك بتحديد الخطر من الأطراف المقابلة لكي لا تتعرض تلك البنوك إلى العقوبات فيما يتعلق برؤوس أموالها الخاصة ، وهذا يعني أنه لسبب أو لآخر يكون الزبون خاسرا والبنك في هذه الحالة يكون مجبرا على وضع مؤونة الدين المشكوك فيه. هذا الذي يؤثر على تقليص النتيجة ومن ثم على تخصيص الأموال الخاصة التي يجب أن تحترم معدل ملاءة مساوي إلى 8 % .

بالإضافة إلى ذلك، لا يحد الإحتراز بالبنوك على قبول أي نوع من الضمان ، لأن بكل بساطة تغطية الخطر يأخذ الكثير من الوقت ، لذلك تلتزم البنوك بطريقة أو بأخرى بقبول ضمانات سائلة أو مالية أكيدة من أجل القدرة على تعبئة المساهمات .

ومن أجل تخفيف العبء الإحترازي (le fardeau prudentiel) والمحافظة على ملاءة البنك يتوجب التفكير في هيئات ضمان من أجل ضمان أو التكفل بالقروض التي تمنحها البنوك إلى المروجين (promoteurs) والمستثمرين¹.

المطلب الثالث: تشجيع الأعوان الاقتصاديين على فتح حسابات بنكية .

ويكون ذلك بـ :

- توسيع شبكة الوكالات والفروع البنكية : بحيث يسجل وجود ثمانية بنوك عمومية تمثل 90 % من السوق ، وعدد الوكالات وتوزيعها الجغرافي يظل غير كافٍ إذ يقدر بـ 1000 وكالة بالنسبة للبنوك الثمانية الرئيسية أي مانسبته وكالة بنكية لكل 30 ألف ساكن .
- الربط بين شبكات البريد والخزينة والمواصلات والبورصة .
- إسهام عملية الشراكة في مجال مصالح الدعم المالي
- وتهدف هذه المعايير إلى الحد من شبكات الإدخار غير الرسمية .

¹-Les axes retenus représentent une concision en : M Dib Said , <<Les infrastructures financières Manquantes pour le financement de L'investissement>> , Opcit , ppp 23,24,25.

خلاصة الفصل السابع:

- إن سبب إفراط السيولة البنكية في الجزائر منذ سنة 2001 يعود إلى عوامل ترتبط بجانب موارد البنوك مثل زيادة الودائع وإستمرار خزينة الدولة في عمليات التطهير المالي لمحافظ البنوك العمومية من الحقوق المشكوك فيها. وعوامل ترتبط بجانب الإستخدامات حيث يبقى حجم القروض الممنوح للإقتصاد ضعيف بالمقارنة مع حجم الإيداعات.

- ويرجع فائض السيولة البنكية في تونس إلى: جذب الإستثمارات الأجنبية بفضل عمليات الخصخصة خاصة في قطاع الإتصالات، كما شكل النشاط السياحي مصدرا لفائض السيولة البنكية، كذلك ساهمت تعبئة الموارد الخارجية من إقتراضات وهبات في زيادة السيولة، ومثال على ذلك قروض من البنك الدولي والبنك الأوروبي للإستثمار وهبات من الإتحاد الأوروبي، وذلك بهدف دعم القدرة التنافسية للإقتصاد، وهذا إلى جانب تباطؤ وتيرة منح القروض.

- يعد فائض السيولة البنكية في السوق النقدية التونسية ظرفيا، في حين يعتبر هذا الفائض هيكليا في السوق النقدية الجزائرية.

- يهدف التنظيم الحالي في السوق النقدية الجزائرية إلى إسترجاع السيولة البنكية، دون أن يكون هناك إصدار لتعليمات أخرى تنص على توسيع السوق النقدية، أما في تونس فقد تم إعادة تنظيم السوق النقدية مع مراجعة جميع المناشير، وذلك بتوسيع تدخلات معهد الإصدار وإعادة تنشيط السوق الثانوية لسندات الديون وخاصة أوراق الخزينة وشهادات الإيداع، وكل ذلك بهدف توسيع السوق، وما زاد من سعة السوق هو تحويل البنوك المختلطة للتنمية إلى بنوك شاملة وإعادة هيكلة القطاع المصرفي خلال النصف الأول من سنة 2004. كما تم فتح المجال لعدة هيئات لإصدار أوراق الخزينة بما فيها الشركات المدرجة بالبورصة ووكالات التقييم الدولية التي تساهم في إظهار مدى الجدارة الائتمانية للأوراق ومن ثمة المساهمة في تخفيض المخاطر الائتمانية داخل السوق النقدية التونسية.

- السوق النقدية التونسية مفتوحة لكل العناصر الإقتصادية (شركات مدرجة في البورصة، بنوك مؤسسات مالية... إلخ) وبالتالي فهي سوق أوسع من السوق النقدية الجزائرية التي تقتصر على البنوك والمؤسسات المالية والخزينة العمومية.

- كانت مساهمة السوق النقدية الجزائرية بعيدة عن أداء دورها الحقيقي في تمويل الإقتصاد قبل سنة 1989 بسبب ضيقها وقلة السيولة الشبه دائم في ذلك الوقت، وإعتمدت العناصر الإقتصادية بشكل رئيسي على مساهمات البنك المركزي. وبعد سنة 1989 تحسن دور السوق وبالأخص سوق مابين البنوك نتيجة لدخول مؤسسات مالية جديدة كشركات التأمين كهيئات عارضة للسيولة في السوق. إلا أن هذا التحسن في السيولة لا يزال غير كاف حيث بقي تمويل الإقتصاد يعتمد على مساهمات بنك الجزائر إلى غاية نهاية عشرية التسعينيات. إلا أن هذه المساهمات بدأت تتراجع ابتداء من 1995 وهذا

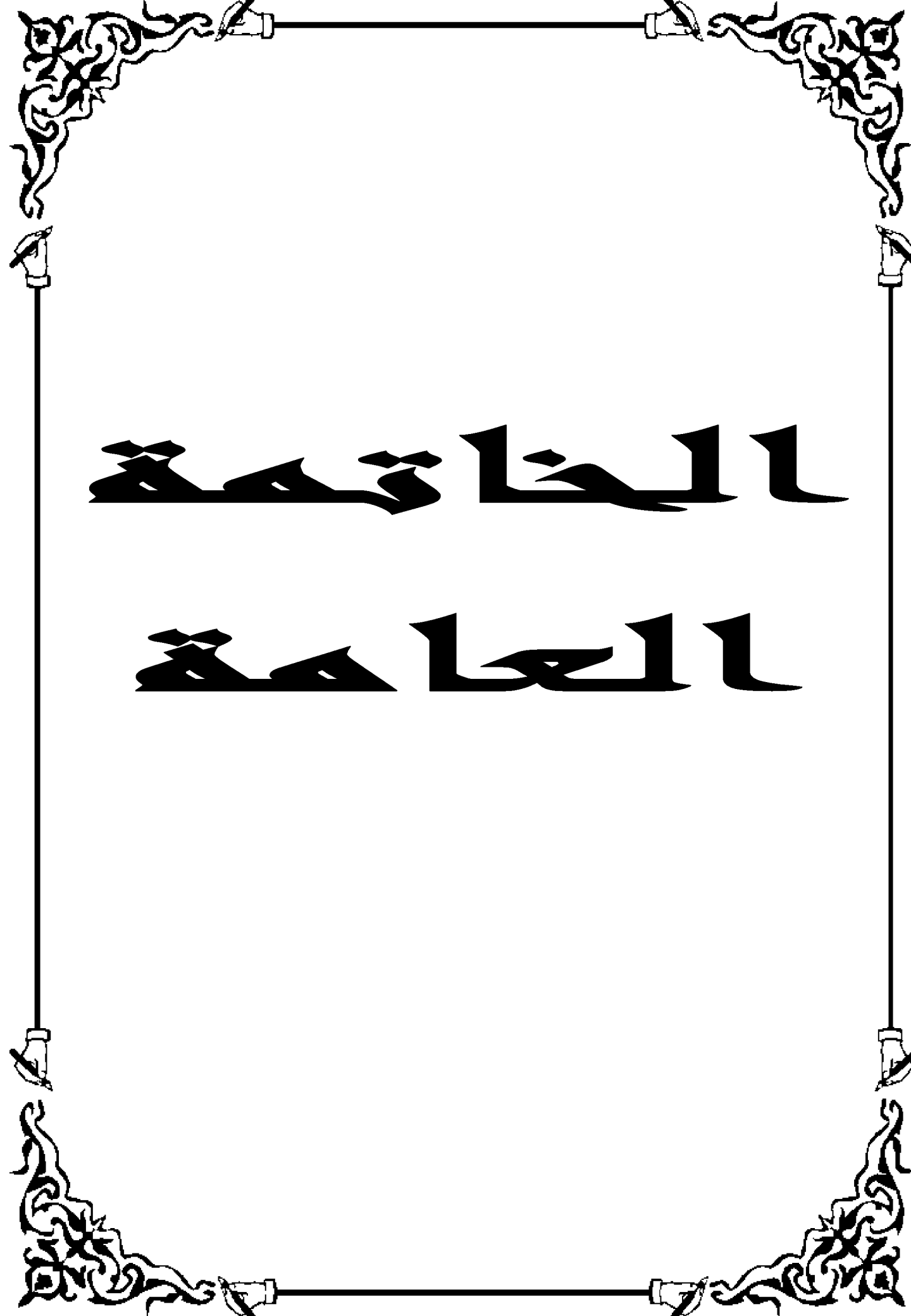
التاريخ يمثل بداية نشأة سوق قيم الخزينة الذي بدأ في الإعتماد عليها في مواجهة الدين العام من خلال طرح رفاع الخزينة للإكتتاب.

أما السوق النقدية التونسية فقد كانت بمثابة المصدر الثاني لإعادة تمويل البنوك بعد أداة إعادة الخصم، وهذا بسبب مشاكل السيولة قبل سنة 1987، وبعد صدور قانون رقم 87-49 المتعلق بتنظيم السوق النقدية التونسية أصبحت هناك إمكانية لإصدار أوراق مالية جديدة مثل شهادات الإيداع، أوراق الخزينة و أذون الخزينة، ومن ثمة زيادة دور هذه السوق في تمويل الإقتصاد مقارنة بالسوق النقدية الجزائرية.

- من ناحية الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية (شهادات الإيداع، أذونات الخزينة، أوراق الخزينة)

نجد أن السوق النقدية التونسية أكبر وأحسن من السوق النقدية الجزائرية.

- يبقى الجهاز البنكي (سوق الإقراض) المسيطر على عملية تمويل الإقتصاد في كلا البلدين (تونس والجزائر).



المخاطبة العامّة

الخاتمة العامة:

تحتوي الخاتمة على الخلاصة العامة ونتائج اختبار الفرضيات ونتائج البحث والتوصيات وآفاق البحث وكانت كالتالي:

I- خلاصة الدراسة:

استهدفت هذه الدراسة التعرف على دور السوق النقدية في تمويل الاقتصاد وذلك من خلال دراسة مقارنة بين السوق النقدية الجزائرية والسوق النقدية التونسية، وبسبب ما تشهده مثل هذه الاقتصادات من تحولات عميقة ومن ثم الانفتاح الواسع على اقتصاد السوق أصبح الاهتمام بعمليات التمويل ضرورة حيوية لاستغلال نشاط السوق.

وقد أبرز تحليل هذه الدراسة أهمية حسن سير وعمل السوق النقدية التي من شأنها أن تزود الاقتصاد بركائز التمويل السليم المستمر.

وقد توصلنا الى أن دور السوق النقدية الجزائرية يقتصر في واقع الحال في السوق النقدية الوطنية على إعادة تمويل الجهاز المصرفي والخزينة العمومية، ولذلك افترض ان السوق النقدية تعتبر سوقا تمويلية لكل الأعوان الاقتصاديين وإن كان هذا الافتراض صحيحا من الجانب النظري فانه من الجانب التطبيقي يعوزه استبعاد معظم هؤلاء الأعوان من هذه السوق للضيق الذي تعرفه هذه السوق، واعتمادها بشكل كبير على سوق ما بين البنوك أما السوق النقدية التونسية فهي سوق اوسع بالمقارنة مع السوق النقدية الجزائرية لأنها تتسع لكل الاعوان الاقتصاديين والمظهر الحالي للسوق التونسية يبين أنها سوق تتمتع بوجود أدوات ومنتجات مالية مثل شهادات إيداع، أوراق خزينة (سندات الصندوق) رقاع الخزينة، الأمر الذي يسمح باحتواء جميع العناصر الاقتصادية ومن ثم المساهمة في تعبئة المدخرات الوطنية وتمويل الاقتصاد، إلا ان السوق النقدية ليست المصدر الرئيسي للتمويل في كلا البلدين ويبقى الجهاز البنكي المصدر الاول للتمويل .

II- نتائج اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى : والتي مفادها أن السوق النقدية الجزائرية تشكل المصدر الرئيسي الأول لتمويل الاقتصاد، وبعد عملية البحث والدراسة توصلنا إلى عدم صحة هذه الفرضية، حيث بسبب ضيق هذه السوق واقتصارها على تمويل البنوك والمؤسسات المالية والخزينة العمومية، يبقى الجهاز البنكي (سوق الإقراض) المصدر الرئيسي الأول في تمويل الاقتصاد خاصة مع شبه غياب للسوق المالية (البورصة) في عملية التمويل.

الفرضية الثانية: والتي تنص على أن تدخلات البنك المركزي في السوق النقدية الجزائرية تقتصر على عمليات الأمانة وعمليات نداءات العروض، وقد توصلنا أيضا إلى عدم صحتها، حيث يقوم بنك الجزائر بتتويع تدخلاته في السوق حسب وضعية السيولة البنكية (فائض أو عجز السيولة)، ففي منتصف سنوات التسعينيات استخدم بنك الجزائر وبشكل مكثف عمليات نداءات العروض الموجبة وعمليات الأخذ كأمانة (إلى جانب أداة إعادة الخصم) لضخ السيولة اللازمة في السوق بسبب عجز هذه الأخيرة، ومنذ نهاية 2002 ومع ظهور فائض السيولة استخدم بنك الجزائر أدوات أخرى تهدف إلى إمتصاص السيولة الزائدة والتي تتمثل في عمليات إسترجاع السيولة على بياض، عمليات وضع بالأمانة، تسهيلات الإيداع.

الفرضية الثالثة: تعد السوق النقدية في تونس المصدر الثاني بعد السوق المالية في تمويل اقتصادها، وهذا غير صحيح، فرغم أهمية هذه السوق وتنوع المشاركين والأدوات المالية

فيها يبقى الجهاز المالي وبشكل أدق الجهاز البنكي هو المسيطر على عملية تمويل الإقتصاد التونسي ثم تليه السوق المالية في عملية التمويل ثم تأتي السوق النقدية في المرتبة الثالثة.

الفرضية الرابعة: والتي تنص على أن البنك المركزي التونسي يتدخل في السوق النقدية لضخ السيولة عن طريق عمليات الأمانة وعمليات السوق المفتوحة، وهذه الفرضية تحمل جانب من الصحة، فإلى جانب هذه الأدوات استخدم البنك المركزي التونسي عمليات نداءات العروض الموجبة بشكل مكثف وعمليات شراء رقايع الخزينة وتسهيلات الإقراض لحقن السوق بالسيولة اللازمة.

III- نتائج الدراسة:

نتائج الدراسة النظرية.

1- تشكل السوق النقدية جزء من سوق رؤوس الأموال، إذ أنها سوق الأموال المقرضة والمقترضة للأجل القصير والمتوسط لآجال استحقاق من يوم واحد (24سا) إلى (07) سنوات.

2- تتكون السوق النقدية من قسمين أحدهما يسمى سوق ما بين البنوك مخصص للبنوك والمؤسسات المالية، يكون التفاوض فيها على آجال قصيرة من يوم ليوم إلى عدة شهور وتعني في الواقع قروض تمنحها البنوك فيما بينها، بحيث التي تملك سيولات زائدة تحاول توظيفها إلى البنوك الأخرى التي لديها احتياج للسيولة.

أما القسم الثاني فيتمثل في سوق الأصول المالية الخاصة بالحقوق القابلة للتداول لأجل قصير ومتوسط، ولتسهيل الصفقات في هذه السوق تم طرح بعض المنتجات المالية وضعت تحت تصرف

المتدخلين المشاركين في السوق مثل: أهداف الخزينة (سندات الصندوق) رفاع الخزينة، شهادات الإيداع القابلة للتداول ... إلخ، وتحمل جميع هذه الأدوات ميزة أو هدف مشترك هو جعل الصفقات في السوق أكثر سيولة وهذا رغم اختلاف مصادر وتواريخ استحقاق هذه الأدوات.

3- تتخذ العمليات في السوق النقدية شكل تبادل للسيوليات بين البنوك والهيئات مقابل سندات أو أوراق مقبول في السوق النقدية ولهذه العمليات أهداف محددة وتتم وفق أنماط معينة.

4- إن السوق النقدية غير محددة بزمان معين حيث تعمل في كل الأيام المفتوحة للعمل، ونقعد العمليات التي تتم بين مختلف المتدخلين بوسائل الاتصال العادية، الهاتف، الفاكس، شبكة من الوسطاء، تساهم في تنظيم السوق.

5- إن السير الحسن لسوق ما بين البنوك يسمح للبنوك والمؤسسات المالية بمبادلة الفوائض أو مواجهة العجزات بالنقد المركزي، وهذا القسم لا يتدخل فيه البنك المركزي مباشرة ولكن كوسيط مكلف بالتسجيل على قيوده تبادلات السيولة بين مختلف العناصر المتعاملة فيه وهو منشط خاصة بين المتدخلين المقبولين كذلك يهتم البنك المركزي بتنظيم السيولة اللازمة في السوق مستعملا شبكة واسعة من المراسلين تعرف تحت اسم المتعاملين الرئيسيين في السوق.

وتتمثل هذه الشبكة في المتعاملين في بيوت إعادة الخصم إضافة إلى بعض المؤسسات المالية خصوصا الناشطة في سوق ما بين البنوك مثل صناديق الودائع.

6- إن قيام الجهاز البنكي بتعبئة الإدخارات وإعادة توجيهها نحو الاستثمارات من خلال عملية الوساطة المالية، الأمر الذي من شأنه أن يساهم في عملية التنمية الاقتصادية.

7- إن فعالية عمليات السوق النقدية يتطلب وجود شرط عارض وطالب للأموال.

8- من خلال طبيعة التمويل في أي اقتصاد يمكن أن تتحدد خصائصه، إذ يعتبر تمويل غير مباشرة ميزة أساسية تميز اقتصاديات المديونية بسبب ضيق السوق المالية، أما التمويل المباشرة من خلال أسواق رؤوس الأموال خاصة أساسية تنفرد بها اقتصاديات الأسواق المالية.

9- تعتبر السوق النقدية بمثابة فضاء لإعادة تشكيل السيولة البنكية في النظام المالي لاقتصاديات الأسواق الرأسمالية، بالإضافة إلى ذلك تلعب القاعدة النقدية ومعدلات الفائدة دور أساسي في تحديد التوازن النقدي في هذا النوع من الاقتصاديات .

10- تلعب القروض في النظام المالي في اقتصاديات المديونية دور أساسي في عملية تمويل الاقتصاد، كما تستخدم القروض في نفس الوقت كأداة لمراقبة الكتلة النقدية، وبالتالي تعتبر السياسة النقدية في هذه الاقتصاديات سياسة انتمائية.

نتائج الدراسة التطبيقية :

11- ظهرت السوق النقدية في الجزائر منذ الستينات لكن عمليا لم يكن لهذه السوق قبل سنة 1989 دور في تبادل النقود بل كانت أداة في يد السلطات النقدية للقيام بعمليات إعادة الخصم بمعدلات محددة إداريا.

وقد كانت السوق النقدية محصورة في سوق ما بين البنوك، تقوم فيها البنوك التي تتمتع بفائض سيولة بإقراض البنوك التي تعاني عجز في السيولة ويتم ذلك بمعدل محدد بشكل مسبق.

12- إن الظهور الفعلي للسوق النقدية الجزائرية كان في جوان 1989 وقد شهدت اهتماما في تطورها بصور القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقروض وأيضا بصور تعليمات وقوانين تلت هذا القانون.

وتشتمل هذه السوق على جميع ما يستلزمه كل هيكل لتبادل رؤوس الأموال في الأجل القصير والمتوسط، رغم ظهور هذه السوق منذ عهد قريب، وذلك استنادا إلى لإطار التشريعي خاصة ربط العلاقة بين البنك المركزي والمؤسسات المالية والبنوك من جهة وبين البنوك والمؤسسات المالية من جهة أخرى.

13. وبغيا شبكة الوسيطاء في السوق النقدية الجزائرية يقوم بنك الجزائر بدور الوسيط المنظم والمسير الوحيد لهذه السوق.

14. تم إنشاء سوق ثانوية لأذون الخزينة سنة 1998، وهذا إلى جانب الإعلان عن الخزينة في السوق النقدية، وكل هذا يزيد من سعة السوق وتطورها.

وتجدر الإشارة إلى أن معدلات الفائدة في السوق يتم تحديدها بصفة حرة وبالمقابل لم تحرر معدلات الفائدة المدينة للبنوك إلا خلال سنة 1995، وهذا بإلغاء وبلا شرط لسقف الهامش البنكي، أما تحرير معدلات الفائدة الدائنة للبنوك فكان عند إصدار قانون النقد والقروض 90-10.

15. إن أداة إعادة الخصم قد استعملت بشكل واسع من قبل البنوك الجزائرية خاصة خلال فترة التسعينات وهذا رغم إنشاء السوق النقدية في جوان 1989.

فقد كانت هذه السوق المصدر الثاني في عملية إعادة التمويل بعد أداة إعادة الخصم ويرجع ذلك إلى عوامل نذكر منها:

- معدل الفائدة المطبق في السوق النقدية يفوق معدل إعادة الخصم
- تدهور خزينة البنوك من ناحية العجز في السيولة البنكية

16. واجهت البنوك مشكلة السيولة وذلك بسبب:

- عدم كفاية موارد الزبائن واستقرارها
- عمليات العملاء كسحب الأوراق القانونية والعمليات مع الخزينة العمومية عمليات المقاصة.
- مبدأ التخصيص الممرکز لموارد التمويل والذي ساد في الجزائر خلال فترة الاقتصاد الموجه، المر الذي انعكس على أداء الجهاز البنكي بالسلب في عملية الوساطة، وقد اقتصر دوره على مراقبة الأحداث دون التدخل فيها بشكل مباشر، ومن ثم ارتفاع لمعدلات التضخم.
- تأثير العوامل القانونية كأداة الاحتياطي الإجباري.

17. تبين الصورة الحالية للسوق النقدية الجزائرية أن هناك نقص في المنتجات المالية وبالتالي لا تسمح هذه السوق باحتواء جميع العناصر الاقتصادية.

18. بعد إتمام برنامج التعديل الهيكلي للاقتصاد الوطني شرعت السلطات المحلية في إصلاحات عميقة في البنية الاقتصادية، إلا أن غياب نظرة شاملة ومتكاملة للإصلاح الاقتصادي، بالإضافة إلى الطابع المجزأ للأنشطة المباشرة جعلت الاقتصاد الجزائري منذ نهاية سنة 2001 يواجه نفس التحديات.

19. لقد قامت الخزينة العمومية بضخ كمي للسيوليات من خلال تطهير المحفظة المالية للبنوك وإعادة الرسملة الأمر الذي سمح للبنوك العمومية بالحصول على موارد إضافية وهذا إلى جانب الترخيص لهيئات مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد الأمر الذي ساهم في زيادة السيولة في السوق النقدية.

وبالرغم من أهمية هذه الموارد لم تقم البنوك التجارية بدور نشط في الوساطة المالية وهذا بسبب قلة القروض الممنوحة إلى القطاع الاستثماري المنتج وهذا بالمقارنة مع فائض الموارد في استخدامات البنوك.

كما ان قائم قيم الخزينة المصدرة عن طريق نظام المناقصة في السوق النقدية قد ساهم في مواجهة الدين العمومي الداخلي، إضافة الى ذلك قد ساهم في تخفيض السيولة البنكية الزائدة.

20. شهدت السنوات الأخيرة غياب التوظيفات ذات الأجل القصير جدا (يوم بيوم) في السوق النقدية لأن البنوك أصبحت تتمتع بفوائض في خزينتها ومن ثم تفضل هذه البنوك التوظيفات لأجل والتي يمكن أن تصل إلى سنتين وبالتالي أصبح فائض السيولة البنكية ذو طابع شبه هيكلي.

21. وأمام هذه الوضعية من فائض السيولة أصبحت السوق النقدية سوق خارج البنك المركزي أي سوق تعمل خارج تدخل أي نشاط من البنك المركزي.

22. تم إنشاء السوق النقدية التونسية في 23 جويلية 1963 من قبل السلطات النقدية التونسية، قصد التحكم في سيولة الإقتصاد خاصة من خلال التأثير على حجم القروض، وبسبب قلة السيولة البنكية كانت السوق النقدية "سوق داخل البنك" أي أن هذه السوق اعتمدت بشكل كبير في بداية نشأتها على مساهمات البنك المركزي التونسي. حيث بسبب ضيق هذه السوق في توفير التمويل اللازم للبنوك استخدم البنك المركزي التونسي سقوف لإعادة التمويل، وفي حالة تجاوز إحدى البنوك لسقف إعادة التمويل فإنه يخضع للمعدل الوسطي للسوق النقدية مضاف إليه هامش محدد.

23. ومنذ إعادة تنظيمها بفضل منشور البنك المركزي رقم 87-49 المؤرخ في 29/12/1987 الملغى بالقانون رقم 89-14، أصبحت السوق النقدية التونسية مفتوحة للبنوك والمؤسسات وهيئات أخرى مؤهلة لإصدار سندات الصندوق وشهادات الإيداع ورقاق الخزينة، وذلك لتفعيل حركية السوق النقدية في ظل مخطط تمويلي للتنمية مع لجوء قليل للإنشاء النقدي.

24. بإصدار شهادات الإيداع تم السماح لهيئات كبرى ذات فائض في السيولة من التدخل في السوق النقدية التونسية، كما إرتفع عدد الهيئات المتدخلة في السوق بعد تخفيض الحد الأدنى للقيمة الإسمية لشهادات الإيداع، الأمر الذي يساهم في زيادة تسيل السوق.

25. كما ساهمت سندات الصندوق (أوراق الخزينة) في توسيع السوق النقدية التونسية خاصة وأن التعديلات (شروط الإصدار) التي تمت على هذه السندات من شأنها تلبية إحتياجات جميع الأطراف، والإرتفاع التدريجي في مبالغ هذه السندات يبين أن هناك رغبة في إنشاء سوق مابين المؤسسات لتمويل هذه الأخيرة كقسم من السوق النقدية الموسعة، كما تشكل هذه السندات أداة رئيسية لتعبئة الإدخار المحلي الذي تستفيد منه المؤسسات.

26. تم إصدار رقاق الخزينة ابتداء من سنة 1989 لتدعيم حركية السوق النقدية التونسية، وقد ظهرت هذه الأدونات لتحل محل سندات التجهيز في إطار تمويل ميزانية الدولة.

27. من بين العوامل التي كان لها تأثير واضح على السيولة البنكية في السوق النقدية التونسية عامل الموجودات الصافية من العملة الأجنبية ويعزى ذلك إلى إرتفاع مداخيل السياحة وقيام الدولة بتعبئة موارد خارجية.

28. وفي إطار تنويع أدوات السياسة النقدية قام البنك المركزي التونسي بطرح أولى عمليات الشراء النهائي لرقاع الخزينة يوم 29 أفريل 2003، بالإضافة إلى إمكانية إعادة التمويل عن طريق عمليات الأخذ كأمانة تتراوح أجالها بين يوم واحد وسبعة أيام مقابل مدة واحدة في السابق، وكل ذلك من أجل تدعيم وتنظيم السيولة البنكية في السوق.

29- عقب الإضطرابات السياسية التي عرفت تونس بداية سنة 2011 أدى ذلك إنخفاض الإنتاج والتصدير... إلخ الأمر الذي أدى إلى تراجع عامل الأصول الصافية على الخارج ومن ثم تقليص حجم السيولة البنكية في السوق النقدية، التي أصبحت تعاني من شح السيولة، وبالتالي قام البنك المركزي التونسي بالتمديد في أجال عملياته الرئيسية لإعادة التمويل حتى يحافظ على السيولة اللازمة في السوق ولوضع الأسس الأولى لمنحنى نسب يكون بمثابة مؤشر مرجعي للمستثمرين.

30. في إطار تنويع تدخلاته لإدارة السياسة النقدية قام البنك المركزي التونسي ومن أجل امتصاص السيولات الفائضة بعمليات ظرفية وبتفعيل معدل الاحتياطي الاجباري ثم نداءات العروض السالبة وبعملية الامانة المسلمة .

31. كما تبقى السياسة النقدية المطبقة من قبل السلطات النقدية سياسة عقيمة في الوقت الحالي لأنها غير كافية لحل مشكل فائض السيولة في البنوك التونسية، وبالتالي يبقى فائض السيولة يتكرر بصفة دورية.

32- ان يسر خزينة البنوك الملاحظ ابتداء من 2004 يشير الى تطور أهم عوامل السيولة البنكية تبعا لتدفق كبير لرؤوس الاموال خصوصا بسبب زيادة إيرادات الاستثمارات الاجنبية المباشرة والصادرات وبالخصوص زيادة الاصول الصافية على الاجانب بسبب التنازل بـ 35 من رأسمال اتصالات تونس، إضافة الى التأثير المتزايد والممارس من الرصيد الصافي للإدارات العمومية.

33. يعتبر فائض السيولة في البنوك التونسية ظاهرة ظرفية لانه يفسر اساسا بزيادة إيرادات الصادرات وتحسن مستوى الاستثمارات الاجنبية وبتأثير اكثر من القروض الممنوحة من البنك الدولي.

34- يعد فائض السيولة البنكية في السوق النقدية التونسية ظرفيا، في حين يعتبر هذا الفائض هيكليا في السوق النقدية الجزائرية.

35- يهدف التنظيم الحالي في السوق النقدية الجزائرية إلى إسترجاع السيولة البنكية، دون أن يكون هناك إصدار لتعليمات أخرى تنص على توسيع السوق النقدية، أما في تونس فقد تم إعادة تنظيم السوق النقدية مع مراجعة جميع المناشير، وذلك بتوسيع تدخلات معهد الإصدار وإعادة تنشيط السوق الثانوية لسندات الديون وخاصة أوراق الخزينة وشهادات الإيداع، وكل ذلك بهدف توسيع السوق، وما زاد من سعة السوق هو تحويل البنوك المختلطة للتنمية إلى بنوك شاملة وإعادة هيكلة القطاع المصرفي خلال النصف الأول من سنة 2004. كما تم فتح المجال لعدة هيئات لإصدار أوراق الخزينة بما فيها الشركات المدرجة بالبورصة ووكالات التقييم الدولية التي تساهم في إظهار مدى الجدارة الائتمانية للأوراق ومن ثمة المساهمة في تخفيض المخاطر الائتمانية داخل السوق النقدية التونسية.

36- يبقى الجهاز البنكي (سوق الإقراض) المسيطر على عملية تمويل الاقتصاد في كلا البلدين (تونس والجزائر).

IV-التوصيات المقترحة:

- 1- توسيع السوق المالية في الجزائر وذلك من خلال تنشيطها ،كون ان هذه السوق لا تزال ضيقة كما انها لا تحمل مواصفات السوق المالية الحقيقية بسبب العدد المحدود من المتعاملين ،ومثل هذا الاجراء سيفتح المجال امام توظيف فوائض السيولة البنكية خارج السوق النقدية ،ومن ثم يتيح للبنوك خيارات لتوظيف الاموال .
- 2- اصلاح حقيقي للسوق النقدية الوطنية :ويعتمد هذا الإصلاح على استبدال السوق الحالية بسوق حقيقية لرؤوس الاموال القصيرة ومتوسطة الاجل مفتوحة لكل العناصر الاقتصادية ،اين يتم تداول الاوراق الخاصة بالحقوق القابلة للتداول مع استمرارية عمل سوق ما بين البنوك ،ويكون ذلك من خلال :
3. انشاء سوق اولية تتضمن اصول مالية متنوعة تحمل تواريخ استحقاق مختلفة ،وتتمثل هذه الاوراق في :

__ اوراق الخزينة المصدرة من المؤسسات

__ شهادات الايداع المصدرة من البنوك

__ رقاغ الخزينة في الحساب الجاري متاحة للأفراد المؤسسات للاكتتاب فيها

__ سندات المؤسسات المالية المتخصصة

4. تنظيم الهيكل الحالي للسوق النقدية بأسواق قائمة على التراضي وذات تنظيم تعاقدى خاص ولتحقيق ذلك يتعين التوفيق بين نظام التنظيم العمومي ونظام سوق قائم على التنظيم التلقائي

هذا من جهة ومن جهة أخرى محاولة التوفيق بين نظام الوساطة المباشرة ونظام الوساطة غير المباشرة.

5. تدعيم السوق النقدية بشبكة من الوسطاء الماليين
6. قيام النظام المصرفي بنوفير الموارد اللازمة من خلال تعميم استعمال ادوات الدفع الحديثة وتوجيهها نحو الاستثمار الانتاجي كما ينبغي ان يكون قادرا على عرض خدمات مالية للمساهمة في جذب العملاء لتمويل الاقتصاد.
7. دعم خوصصة الجهاز المصرفي الجزائري، لتعزيز ثقة الشركاء المحليين والاجانب
8. يجب تطبيق القوانين بشفافية من اجل استقطاب الشركاء الاجانب ومن ثم المساهمة في تفعيل السوق النقدية.

V-افاق البحث:

- 1- تحليل فكرة انشاء سوق نقدية اسلامية في الجزائر.
- 2- اثر تحرير الخدمات المالية على السوق النقدية الجزائرية.
- 3- دراسة سبل تحول السوق النقدية من سوق محلية الى سوق دولية.



قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

• الكتب:

1. أحمد التهامي عبد المنعم ، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مكتبة عين شمس، القاهرة، 2004.
2. أحمد حشيش عادل ،اقتصاديات النقود و البنوك ،الدار الجامعية ،بيروت، 1993.
3. أحمد حشيش عادل ، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية الجديدة، الأزاريطة، 2004.
4. أنور سلطان محمد سعيد ، إدارة البنوك، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
5. برجة بيار ، السوق النقدية، ترجمة علي مقلد، منشورات عويدات بيروت، باريس، ط1، 1978.
6. بن دعاس جمال ، السياسة النقدية في النظامين الإسلامي والوضعي، دراسة مقارنة، ط1، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
7. بني هاني حسين ، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، الأردن، 2003.
8. بني هاني حسين ، الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها أدواتها المشتقة، ط1 دار الكندي، عمان، 2002.
9. بول آ ، سامويلسون، ويليام د. نورد هاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الدار الأهلية للنشر والتوزيع، ط 2، الأردن، 2006.
10. تادرس قريصة صبحي ، مدحت محمد العقاد، النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية، دار النهضة العربية، بيروت، 1983.
11. التيمي ارشد فؤاد ، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
12. توفيق الصادق علي وآخرون، السياسات النقدية في الدول العربية ،سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، صندوق النقد العربي، العدد الثاني، أبو ظبي، 1996.
13. جلدة سامر ، البنوك التجارية والتسويق المصرفي، ط 1، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2009.
14. الحجار بسام ، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، ط1، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2009.

15. حداد أكرم ومشهور هذلول، النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري)، ط2، دار وائل للنشر، عمان 2008.
16. حسين عصام ، أسواق الأوراق المالية (البورصة، عمانظ، دار أسامة، 2007.
17. حميدات محمود ، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
18. حنفي عبد الغفار ، أبو قحف عبد السلام، إدارة البنوك وتطبيقاتها، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2000.
19. حنفي عبد الغفار ، رسمية زكي، قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية- البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار، الجزء الأول، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 1997.
20. حنفي عبد الغفار ، رسمية زكي، قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2004.
21. خلف فليح حسن ، الأسواق المالية والنقدية، ط1 ،عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، جدار للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
22. خليل سامي ، اقتصاديات النقود والبنوك، شركة كاظم للنشر، الكويت، 1982.
23. الدليمي عوض ، النقود والبنوك، جامعة بغداد، 1990.
24. راضي عبد المنعم وفرج عزت، اقتصاديات النقود والبنوك، البيان للطباعة والنشر، مصر، 2001.
25. رحيم حسين ، الاقتصاد المصرفي، ط1، دار بهاء للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
26. الزبيدي حمزة ، إدارة المصارف، ط 1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
27. سالم الزيدانيين جميل ،أساسيات في الجهاز المالي ،(المنظور العملي) ،دار وائل للنشر، عمان، ط، 1999.
28. سامي محمد محمد ، وآخرون، المؤسسات المصرفية، وزارة التربية، الكويت، ط 3، 1981.
29. سيجل باري ، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة طه عبد الله منصور وآخرون، المملكة العربية السعودية، 1982.
30. الشافعي محمد زكي ، مقدمة في النقود والشركة، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، ط7، بدون تاريخ

31. الشواربي محمد وعبد الحميد الشواربي، إدارة المخاطر الائتمانية من وجهة المصرفية والقانونية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
32. صالح صالحي ، السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة في الاقتصاد الإسلامي، ط 1، دار الوفاء للنشر والتوزيع، مصر، 2001.
33. الصلح فريد ، مورييس نصر، المصرف والأعمال المصرفية، الأهلية للنشر والتوزيع، بيروت، 1989.
34. الطاهر عبد الله وموفق علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط2، مركز يزيد الكرد للنشر، الأردن، 2006.
35. عباس علي ،ادارة الأعمال الدولية،(الإطار العام) ،دار الحامد ،عمان ،الطبعة الأولى ،2007.
36. عبد الفتاح اسماعيل السيدة ، عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
37. عبد الله الزرري عبد النافع وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، ط1، دار وائل للنشر، عمان 2001.
38. عطون مروان ، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
39. عقيل جاسم، النقود والمصاريف، ط1، دار المجدلاوي، عمان، 1999.
40. علي خريوش حسني وعبد المنعطي رضا ارشيد ومحفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
41. عوض الرفاعي غالب وعبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، الجزء الأول، دار وائل، للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2002.
42. عوض الله زينب ، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي المصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003.
43. عوض الله زينب ، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، بيروت، 1995.
44. الغريب محي الدين ، إقتصاديات النقود والبنوك، دار الهناء للطباعة، القاهرة، 1971.
45. كاظم الدعيمي عباس ، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

46. كويل برايان ، أسواق المال، قسم الترجمة بدار الفاروق، الناشر دار الفاروق للنشر والتوزيع، 2005.
47. لقريشي محمد صالح ، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
48. ماير توماس وآخرون، النقود والبنوك والإقتصاد، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2002.
49. متولي عبد القادر السيد ، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1 ، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
50. مجيد الموسوي ضياء ، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2002.
51. محفوظ لعشب ، سلسلة القانون الاقتصادي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، 1997.
52. محفوظ جبار ، البورصة (ومواقعها من أسواق العمليات المالية)، ج1، ط1، دار هومة للطبع، الجزائر، 2002.
53. محمد عبد العزيز سمير ، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 1997.
54. محمد علي أحمد شعبان ، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية دراسة تحليلية، تطبيقية لحالات مختارة من البلدان النامية، ط 1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
55. محمود الزبيدي حمزة ، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني. ط1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2002.
56. محمود شهاب مجدي ، الإقتصاد النقدي، الدار الجامعية، بيروت، 1990.
57. مصطفى نهال فريد ، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، الناشر قسم إدارة الأعمال، 2007.
58. معتوق سهير محمود ، النظريات والسياسات النقدية، مكتبة عين شمس، القاهرة، ط2، 1999.
59. معروف هوشيار ، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.

60. مفتاح صالح ، النقود والسياسة النقدية (المفهوم . الأهداف . الأدوات)، دار الفجر للنشر والتوزيع القاهرة، ط 1، 2005.
61. ملاك وسام ، البورصات والأسواق المالية العالمية، ج1، ط1، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003.
62. ملاك وسام ، النقود والسياسات النقدية الداخلية، ط1، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت 2000.
63. الناشبي كريم وآخرون ، الجزائر : تحقيق الإستقرار والتحول إلى إقتصاد السوق ، صندوق النقد الدولي ، 1998.
64. نوري الشمري ناظم محمد وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر، ط1، عمان 1999.
65. الهندي خليل ، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
66. هندي منير ، إدارة البنوك التجارية: مدخل اتخاذ القرارات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1996.
67. الهندي منير صالح ، إدارة البنوك التجارية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1992.
68. الهيتي نوزاد ، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط للأعمال الفنية والإخراج الصحفي، طرابلس، 1998.
69. ولعلو فتح الله ، الاقتصاد السياسي، توزيع المداخل: النقود والائتمان، دار الحداثة للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، ط1، 1981.
70. يونس محمود ، كمال امين الوصال، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، النشار قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، 2005.

• الرسائل الجامعية:

1. أحمد مكاوي هبة أشرف ،المعايير الإقتصادية والفنية الحديثة في تحديد سيولة البنوك التجارية دراسة تطبيقية على التسويات اللحظية في البنوك المصرية-رسالة مقدمة لإستيفاء جميع المتطلبات للحصول على درجة ماجستير في الإقتصاد،القاهرة 2010/2008.
2. بالميهوب أسماء ، العولمة المالية وآثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة، ماجستير غير منشورة، جامعة سطيف 2004.
3. محمد خالدي ، إعادة تمويل البنوك التجارية في الجزائر من 1990 إلى 2000، مذكرة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، فرع التحليل الاقتصادي جامعة الجزائر، 2001.
4. مفتاح صالح ، النقود والسياسات النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر (1990-2000)"، رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2002-2003.

• الدوريات والملتقيات:

1. نشرية الظرف الإقتصادي،البنك المركزي التونسي، العدد 09 العدد 10، العدد 11، العدد 12 سنة 2000.
2. نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 13 ، العدد 16 ، العدد 18 ، العدد 20 سنة 2001.
3. نشرية الظرف الاقتصادي، البنك المركزي التونسي، العدد 22، العدد 23، العدد 24، العدد 25 ، 2002/2003.
4. نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي العدد 27 ، العدد 29 ، سنة 2003.
5. نشرية الظرف الإقتصادي، البنك المركزي التونسي العدد 68 ، العدد 70 ، 2005.
6. نشرية الظرف الاقتصادي،البنك المركزي التونسي، العدد 71، العدد 73 سنة 2006.
7. نشرية الظرف الاقتصادي،البنك المركزي التونسي، العدد 83، سنة 2009.
8. نشرية الظرف الاقتصادي،البنك المركزي التونسي، العدد 87، سنة 2010.
9. توماس بالينو وآخرون ،إصلاح نظام المدفوعات والسياسة النقدية،مجلة التمويل والتنمية،مجلد 33 العدد 01،مارس 1996.

• الأوامر والمناشير والتعليمات:

1. الأمر رقم 03-11 المعدل والمتمم لقانون النقد والقرض . الجريدة الرسمية، العدد 52، الصادرة في 28 جمادى الثانية عام 1424 الموافق لـ 27 أغسطس 2003، المادة 43.
2. تعليمية بنك الجزائر رقم 91-07 الصادرة في 03 أبريل 1991 المتعلقة بتطهير البنوك التجارية وإعادة تمويلها.
3. التعليمية رقم 002 المؤرخة في 25 ماي 1989 والمتعلقة بتنظيم السوق النقدية.
4. التعليمية رقم 01-2001 الصادرة في 11/02/2001 المتعلقة بنظام الاحتياطي الإجباري المادتين 04 و 05.
5. التعليمية رقم 28-95 المؤرخة في 22 أبريل 1995 والمتعلقة بتنظيم السوق النقدية، المادة 02.
6. التعليمية رقم 73-94 الصادرة في 28/11/1994، المتعلقة بتكوين الاحتياطات الإلزامية المادة 02.
7. التقرير السنوي 2006، التطور الاقتصادي النقدي للجزائر، أكتوبر 2007.
8. قانون النقد والقرض 90-10 الصادر في 14 أبريل 1990، المواد 110، 113، 144.
9. القانون رقم 2001-65 المؤرخ في 10/7/2001 والمتعلق بمؤسسات القرض ، المادة 2.
10. القانون رقم 90 لسنة 1958 المؤرخ في 19 سبتمبر 1958 المتعلق بإنشاء وتنظيم البنك المركزي التونسي الفصل 2.
11. قانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، المادة رقم 77
12. القانون رقم 91-08 المؤرخ في 14 أوت 1991 المتعلق بتنظيم السوق النقدية، المادة 02.
13. قرار رقم 08 المؤرخ في 21 جانفي 1998 والمتعلق بسير سوق قيم الخزينة، المادة 27.
14. منشور إلى البنوك عدد 02 لسنة 2004 المؤرخ في 26 ماي 2004 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية وضبط الشروط المصرفية ، الفصل الأول.
15. منشور بنك الجزائر رقم 003 المؤرخ في 28 ماي 1989 المتعلق بالرقابة البعدية للقروض.
16. منشور رقم 2001-18 المؤرخ في 28 ديسمبر 2001، المتعلق بتنظيم السوق النقدية ، المادة 15
17. منشور رقم 2005-09، مرجع سابق، المادة 13.
18. منشورات مؤسسات القرض عدد 07 لسنة 2009 المؤرخ في 19 فيفري 2009 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية، الفصل الأول.

19. منشورات مؤسسات القرض عدد 09 لسنة 2005 المؤرخ في 14 جويلية 2005 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية، الفصل الثاني.
20. منشورات مؤسسات القرض عدد 09 لسنة 2005 المؤرخ في 14 جويلية 2005 والمتعلق بتنظيم السوق النقدية، الفصل الثالث.
21. منشور رقم 09-2005 الصادر في 14 جويلية 2005، المتعلق بتنظيم السوق النقدية، المادة 09.
22. نظام رقم 01-2000 المتعلق بعمليات إعادة الخصم والقرض الممنوحة للبنوك والمؤسسات المالية، المؤرخ في 26 جانفي 2000، المادة 02.
23. النظام رقم 01-2000، مرجع سابق، المادة 09.
24. النظام رقم 01-2000، مرجع سابق، المادتين 19 و 20.
25. منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 05 / 2002 المؤرخ في 06 ماي 2002 ، المتعلق بالاحتياطي الإجباري ،
26. منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 20 / 2006 المؤرخ في 29 نوفمبر 2006 المتعلق بالاحتياطي الإجباري ،.
27. منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 26 / 2007 المؤرخ في 30 نوفمبر 2007 المتعلق بالاحتياطي الإجباري ،
28. منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 09 / 2008 المؤرخ في 30 أفريل 2008 المتعلق بالاحتياطي الإجباري ،
29. منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 20 / 2008 المؤرخ في 30 سبتمبر 2008 المتعلق بالاحتياطي الإجباري ،.
30. منشور البنك المركزي التونسي إلى البنوك عدد 7 / 2010 المؤرخ في 30 أفريل 2010 المتعلق بالاحتياطي الإجباري ،
31. قانون عدد 65 لسنة 2001 المؤرخ في 10 جويلية 2001 المتعلق بمؤسسات القرض.
32. الأمر رقم 1208-2006 المؤرخ في 24 أفريل 2006 المتعلق بضبط شروط وطرق إصدار وتسديد رقاع الخزينة.
33. لأمر رقم 97-2462 المؤرخ في 22/12/1997 من أجل رقاع الخزينة المماثلة
34. الأمر رقم 99-1781 المؤرخ في 09/08/1999 متعلق أيضا برقاع الخزينة المماثلة
35. الأمر رقم 99-1782 المؤرخ في 09/08/1999 من أجل رقاع الخزينة قصيرة الأمد

36. الأمر رقم 2000-1891 المؤرخ في 24/08/2000 من أجل رقاع الخزينة المماثلة
37. وفيما يتعلق بنظام جباية الضرائب فقد تم إصدار:
38. الأمر رقم 2000-712 المؤرخ في 05/04/2000 متعلق بضبط كفاءات احتساب الخصم من المورد على مداخل السندات.
39. الأمر رقم 2007-1870 المؤرخ في 17/07/2007 المتعلق بضبط كفاءات احتساب الخصم من المورد على مداخل السندات.
40. قانون رقم 2003-49 المؤرخ في 25/06/2003 المرتبط بعمليات شراء مع الإلتزام بإعادة البيع لرقاع الخزينة...
41. المرسوم رقم 2003-1983 المؤرخ في 15/09/2003 المتعلق بضبط شروط وكفاءات تسليم القيم المنقولة والأوراق التجارية في إطار عمليات الأمانة.
42. المرسوم رقم 2001-2728 المؤرخ في 20/11/2001 المرتبط بشروط الاكتتاب في القيم المنقولة للوسطاء المعتمدين من أجل مسك الحسابات الخاصة بالقيم.
43. القانون رقم 2000-35 المؤرخ في 21/03/2000 المرتبط بالقيم غير الجسدة.
44. القانون رقم 2001-65 المؤرخ في 10/07/2001 المتعلق بمؤسسات القرض.
45. منشور من البنك المركزي التونسي إلى الوسطاء المعتمدين رقم 10 من سنة 2007 لفتح رقاع الخزينة لغير المقيمين.

• التقارير:

- 1- التقرير السنوي 2006، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر أكتوبر 2007.
- 2- التقرير السنوي 2007، التطور الاقتصادي و النقدي للجزائر، بنك الجزائر، أكتوبر 2008.

• مواقع الأنترنت:

1. www.bct.gov.tn

2- www.finance-algeria.org..

* الجرائد:

- 1- جريدة الخبر ، العدد 4468 ، بتاريخ 08 اوت 2005 .

ثانيا :المراجع باللغة الأجنبية:

• **Les ouvrages;**

1. Abdelkader Betlas, le développement du marché de capitaux et la structure des taux d'intérêt, (fondements théoriques et aspects pratiques), édition elborhane, Hydra.
2. Abdelkrim Naas, le Système bancaire Algérien (de la décolonisation à l'économie de marché), édition INAS, Paris, 2003.
3. Ahmed silem et jean marie albertini, lexique économie, 5^{ème}, édition dallaz, 1995.
4. Banque de France, monnaie-credit et valeurs mobilières, centre intersyndical de préparation aux concours, diffusée , par la banque de France, service de l'informatin, 1995.
5. Catherine caballero, le marche monétaire, édition DOLLOZ, Gestion pratique, 1989.
6. Catherine karyotis, les systèmes de règlement-livraison de titres européens, 2^{ème} édition, Revue banque édition, paris, 2003.
7. Christian et mireille zambot, gestion financière de marché, 2^{ème} édition dunod, paris, 2000.
8. Christian et Mireille Zambotto, Gestion Financiere (finance de marché), 2^{ème} édition, Dounod, Paris, 2000.
9. DIDIER BRUNEEL, la monnaie, la revue banque édition paris, 1991.
10. didier Bruneel, la monnaie, le revue banque editeur, paris.

11 DIDIER MARTEAU, Monnaie. Banque et marchés financiers ,édition economica, Paris, 2008, p80.

11. dominique poincelot, les marchés de capitaux français, corlet imprimeur, France, 1998.

12. Eric chardoillet, Marc Salvat, et Henri tournyol du clos, L'essentiel des Marchés financiers (front office, post-Marché et Gestion des risques), édition groupe Eyrolles, paris, 2010.

13. Fabienne boudier, BENSE BAA et XAVIER ENSELME , économie, édition librairie vuibert, paris, 2001.
14. frederic tenlon, les marchés des capitaux, édition de serit, paris 1997.
15. frederic.mishkin et des autres KmannairK banque etv mzdies financier 8ème édition.
16. Georges depplanesKgeanKpierre gabordKGastion financiere de l'entreprise édition sioy 11 ème édition 1997 .
17. GILBERT Koenig, analyse monétaire et financière, édition economica, paris, 2000.
18. GILLES KOLIFRATH et thomas journal, Marchés monétaire et obligataire, tome 1, Revue banque édition, paris.
19. HERVE JUVIN, les marchés financières (voyage au cœur de la finance mondiale) éditions d'organisation, paris, 2004.
20. HOCINE BENISSAB ,Algerie Restructuration et reforme économiques (1997-1993),opcit,Alger.
21. Jaque bichot, la monnaie et les systèmes financiers, ellipses, édition marketing, s.a. paris, 1997.
22. Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, Gestion Financière, épreuve n°4, 10ème édition Dunod, Paris, 2001..
23. JEAN DIDIER LECAILLON;JEAN-MARIE LEPAGE et CHRISTIAN OTTAVI, Economie contemporaine(analyse et diagnostics),2ème édition, édition de Boeck université, Paris,2004 , p 142.
- 24.
25. JEAN LANGUETTE ET PASCAL VANHOVE, économie generale, édition ducnod, paris, 2001.
26. JEAN LONGUETTE, PASCAL VANHOVE, Economie Générale, édition DUNOD, pari, 2001.
27. J-P. Gourlaouen, collection dirigée par j-p. helfer et j. orsoni, les nouveaux instruments financiers, librairie vuibert, paris, 1998.

28. Karim Djoudi, refinancement des banques , média bank, n°34, banque d'Algérie, 1997.
29. LUC BERNET ROLLANDE, principes de technique bancaire, 24^{ème} édition, édition DUNOD, Paris, 2006.
30. Marc Montoussé et des autres, Economie Monétaire et Financière, édition Breal, Paris, 2005.
31. MICHEL SION, Gérer la trésorerie et la relation bancaire (principes de gestion opérationnelle), 3^{ème} édition, édition dunod, paris, 2003.
31. P.M G audmet, et J. MOLINET, finances publiques; budget et trésor, tome I, édition Montchrestien, 6^{ème} édition, paris, 51992.
32. PASCAL GAUDRON et Sylvie LECARPENTIER-MOYAL, Economie monétaire et Financière, 4^{ème} édition, édition economica , paris, 2006,
33. Peter s. rose, money and capital markets (financial institution) seventh edition, library of congress cataloging in publication data, USA, 2000.
34. Petet Rose S, Money and capital markets, 8th edition, Mc Graw-Hill, 2003.
35. Pierre jude, technique et pratique du factoring, 1^{ère} édition, centre de librairie et d'édition techniques, paris, 1984.
36. Regis Bouyala, le monde des paiements, revue banque édition, paris, 2005.
37. Robert Ferrandier et Vincent Koen, Marchés des capitaux et techniques financière, 4^{ème} édition, Economica, Paris, 1997.
38. Roland portait et patrice poncet, finance de marché (instruments de base, produits dérivés, portefeuilles et risques), 2^{ème} édition, DALLOZ paris, 2009.
39. Velay Leroy, monnaie et banque, édition études vivantes, bibliothèque nationale du Québec, CANADA , 1984.
- 40.- Hella MEHRI-GUERCHI et des autres, économie monétaire, centre de publication universitaire, TUNISIE, 2004,.

41.- Abdelkrim Naas, le Système bancaire Algérien (de la décolonisation à l'économie de marché), édition INAS, Paris, 2003.

- **Les Thèses ;**

1-ABDERRAOUF GHARBI, analyse_de l'adaptation du marché monétaire tunisien aux conditions de la_dérèglementation , mémoire pour l'obtention du diplôme d'études approfondies, Faculte des sciences économiques de Gestion de Tunis, université de tunis 3,1993

2- Nacef Faycel, structure et Fonctionnement du marché monétaire, Institut de financement du développement au Maghreb Arab, Filière Banque, lieu de stage : Banque centrale de Tunisie, 1991

3-Yahaoui Mohammed « la banque d'Algérie et régulation de la liquidité bancaire », Mémoire de Fin d'études Supérieur Spécialisée en banque, école Supérieure de commerce, 1996

4. BEN HAMOUDA GHALIS, le refinancement des banques en algeries, mémoires de fin etude, présenté en vue de l'obtention du diplôme de post gradation spécialisé en banque, école supérieure de commerce, alger, 1998.

- **Les instructions et arrêtés ;**

1. Instruction n 2-04 du 03/05/2004relative au régime de réserve obligatoire.
2. Instruction n 4-01 du 2001/05/03 modifiant L'instruction n 01 - 2001 relative au régime de réserve obligatoire.
3. Instruction n 4-05 du 14 Juin 2005 relative à la Facilité de dépôt rémunéré,
4. Instruction n 6-2001 du 06/12/2001modifiant L'instruction n 01 – 2001 du 11/02/2001 relative au régime de réserve obligatoire,.
5. Instruction n° 03-09 du 25 Février 2009, modifiant et l'instruction n° 02-08 du 11 Mars 2008 relative au 4régime des réserves obligatoires.

6. Instruction n° 13-07 du 24 décembre 2007, modifiant et complétant l'instruction n° 02-04 relative au régime des réserves obligatoires,.
7. Instruction N°2-2002 du 11 Avril 2002 Portant introduction de la reprise de liquidité sur le marché monétaire,.
8. Circulaire n° 63-43 du 22 Juillet 1963 Portant la création du marché monétaire tunisien.
9. Circulaire n° 87-49 du 29 décembre1987 Portant organisation du marché monétaire ,
- 10.Circulaire n° 87-49 du 29 décembre1987 Portant organisation du marché monétaire ,
- 11.Circulaire n° 89-14 du 17 Mai1989 Portant organisation du marché monétaire ,
- 12.Circulaire n° 89-14 du 17Mai1989 Portant organisation du marché monétaire ,
- 13.Circulaire n° 89-15 du 17Mai relative aux réserve obligatoire, .
- 14.Circulaire n° 89-29 du 18Septembre1989Portant les conditions et modalités d'émission et de remboursement des ,ons du trésor ,
- 15.Circulaire n° 91-08 du 29 Avril1991 Portant organisation du marché monétaire ,

- **Les rapports ;**

- 1-Rapport 2008;Evolution economique et monétaire en ALGERIE,Banque d'Algerie,Juin 2009,
- 2-Rapport 2009,Evolution economique et monétaire en Algerie,Banque d'ALgerie,Juillet 2010,
- 3- Rapport annuel 2010, Banque centrale de Tunisie, Août 2011

- **Les Périodiques et revues ;**

- 1-Periodique de Conjoncture,Banque centrale de Tunisie, n 94,année 2012
- 2-Média Bank N°46 du mois Mars 2000 ,

3-Média Bank , N°76 Février / Mars 2005.

4-Media bank n° 63 décembre / janvier 2003

5-Media bank n° 69 décembre/janvier 2004 .

6-Strategica, revue mensuelle, business et finance, n°2, novembre 2004.

7-Media Bank n°74, octobre/novembre, 2004,

8-Media Bank n°75, novembre/décembre, 2004,